

NNT: 2016SACLS110

THESE DE DOCTORAT  
DE  
L'UNIVERSITE PARIS-SACLAY  
PREPAREE AU  
CIRAD ET A L'UNIVERSITE DE PRETORIA  
(AFRIQUE DU SUD)

ECOLE DOCTORALE N° 578  
SCIENCES DE L'HOMME ET DE LA SOCIETE

SPECIALITE DE DOCTORAT : ECONOMIE

Par

**M. Antoine du Castel**

**Cultiver le capital.**

Une analyse de la financiarisation de l'agriculture en Afrique du sud par les « filières agro-financières » du *private equity*

**Thèse présentée et soutenue à Sceaux, le 28 juin 2016 :**

**Composition du Jury :**

Mr, Anseeuw, Ward	Chercheur, CIRAD & Université de Pretoria	Co-directeur de thèse
Mme, Chiapello, Eve	Directrice d'étude, CEMS-EHESS	Rapporteuse
Mr, Gabas, Jean-Jacques	Maitre de conférence/HDR, CIRAD	Directeur de thèse
Mr, Geronimi, Vincent	Maitre de conférence/HDR, Université Versailles-St Quentin en Yvelines	Examineur
Mr, Purseigle, François	Professeur, ENSA-INPT	Rapporteur
Mme, Roudard, Laurence	Professeur, Université Libre de Bruxelles	Présidente du Jury

**Titre : Cultiver le capital. Une analyse de la financiarisation de l'agriculture en Afrique du sud par les « filières agro-financières » du private equity.**

**Mots clés :** *capital-investissement, secteur agricole, financiarisation, Afrique du sud, sociologie économique, filière*

**Résumé :** La thèse interroge les transformations induites par la prolifération des fonds et des firmes de *private equity* sur l'organisation économique, sociale et politique de l'agriculture en Afrique du sud. Au croisement de l'économie politique et de la sociologie économique, elle propose d'analyser un dispositif d'intermédiation financière original, le *private equity*, et de ses effets de transmission. Grâce à la collecte de matériaux empiriques et à l'analyse approfondie d'une quinzaine d'études de cas, la thèse reconstitue la circulation et la reproduction des capitaux au sein des « filières agro-financières » du *private equity*.

Ces circuits de capitaux sont composés de trois groupes d'acteurs –les investisseurs institutionnels, les gestionnaires d'actifs, les dirigeants d'entreprise- qui sont collectivement engagés dans la production d'un actif agricole à

*partir* d'entreprises-cibles. La thèse se situe principalement au niveau des gestionnaires sud-africains et analyse leur travail au niveau commercial et productif. Elle pénètre aussi dans les entreprises agricoles et agroalimentaires en Afrique du sud et en Afrique sub-saharienne pour étudier les effets de leur intégration aux filières.

A partir de ces cas particuliers, l'ambition de la thèse est d'analyser les conditions et les effets de la financiarisation des économies contemporaines au niveau méso du secteur. « L'extension du domaine de la finance » repose sur la constitution d'espaces sociaux transectoriels, structurés autour des exigences des marchés financiers, lesquels remettent en cause les formes et l'intensité de la régulation sectorielle.

**Title : Farm capital. Financialisation of the South African agricultural sector: an analysis of the private equity's agro-financial *filières*.**

**Keywords :** *private equity, agricultural sector, financialisation, South Africa, economic sociology, filière*

**Abstract :** The dissertation examines the transformations generated by the proliferation of private equity funds and firms in South African agriculture. Positioning itself at the crossroad of economic sociology and political economy, it analyses a specific financial device, i.e. private equity, and its transmission effects. By collecting empirical data and analyzing about 15 case studies, the dissertation exposes capital's circulation and reproduction along private equity's "agro-financial *filières*".

Three groups of actors are part of such circuits of capital –institutional investors, asset managers and companies' managers, collectively engaged in the production of

agricultural assets. Firstly, the dissertation focuses on asset managers' level and analyses their daily commercial and productive work. Secondly, it also examines the agro-food companies in South Africa and Sub-Saharan Africa, in order to assess the impacts on the firms' structure and governance.

From these specific case studies, the project of this dissertation is to analyze the terms and effects of contemporary economies' financialisation on agriculture. Indeed, the extension of the financial realm is based on trans-sectorial spaces, structured around financial markets' requirements, contesting the form and intensity of sectors' economic regulations.



## Remerciements

---

Mes premiers remerciements vont à mon directeur de thèse, Jean-Jacques Gabas, qui m'a donné l'opportunité de réaliser cette thèse. Cette thèse doit beaucoup à Ward Anseeuw, mon co-directeur en Afrique du sud ; je le remercie pour la confiance qu'il m'accorde depuis 2010 et pour les conseils prodigués au cours de ces années qui ont aiguillé mon travail.

Cette thèse s'inscrit dans le cadre d'un cofinancement de l'UMR Art-Dev du CIRAD et du département d'économie agricole de l'université de Pretoria en Afrique du sud. Ces deux institutions m'ont offert les conditions financières et matérielles pour réaliser ma thèse dans de très bonnes conditions. Je remercie donc les différents directeurs - Denis Pesche et Frédéric Lançon d'Art-Dev et Johan Kirsten et Charles Machethe de l'Université de Prétoiria - qui m'ont toujours accueilli chaleureusement au sein de leurs locaux. Au sein de ces institutions, j'ai bénéficié du soutien logistique de Charlotte de Kock en Afrique du sud et de Valérie Hourmant en France. Merci à toutes les deux pour leur attention, et parfois leur persévérance.

Pour mener à bien ce travail, j'ai rencontré des personnes qui m'ont accordé leur confiance et offert de leur temps que ce soit dans le cadre de mes sessions d'observation ou bien simplement pour un entretien. Je les en remercie toutes et tous, et tout particulièrement DV et RdP qui m'ont ouvert les portes de leur société de gestion d'actifs.

Au cours de ce travail, j'ai bénéficié des commentaires et des conseils de Bruno Losch et de François Purseigle dans le cadre de mon comité de thèse. Ces réunions annuelles ont constitué pour moi un moment privilégié de confrontation et de « projection » qui ont rythmé mon travail. Un grand merci à Antoine Bernard de Raymond qui, outre sa participation à mon comité de thèse, à accepter de relire un chapitre dans la dernière ligne droite. Enfin, Benoit Daviron et Michael Barbut ont eux-aussi commenté des versions antérieures de ce travail. Qu'ils en soient tous remerciés, leurs commentaires et leurs critiques ont fortement contribué à enrichir la thèse. Je reste bien évidemment le seul responsable de toutes les imprécisions et des erreurs qui subsistent.

Je tiens également à remercier l'ensemble des membres du jury de m'avoir fait l'honneur d'évaluer ce travail de thèse.

Béatrice, Zoé et Christophe ont réalisé un travail courageux et fastidieux de relectures et de corrections sans lequel ce travail n'aurait pu s'achever. Ils ont toute ma reconnaissance.

Merci à tous mes camarades doctorants à Nogent, à la BNF et à Pretoria. Les discussions et les petites solidarités du quotidien sont des moments précieux dans le long parcours qu'est la thèse. Je remercie en particulier Carolina qui m'aura « accompagné » tout au long de ces trois années.

Merci aussi à tous mes amis hors-champ. Sans les citer tous, je remercie tout particulièrement Antonin et Antonin, Valdi, Mehdi, Michael, Jonathan, Tidjara, Eli, Césarine, Adil, Joris, Mathieu, Alban, Jeanne, Hugo et Florent. Merci aussi à mes amis en Afrique du sud, Parfait, Mehdi, Dilan et Sofia, qui comptent presque double parce qu'ils ont été marqués à l'extérieur. Enfin, sans les succès du Tout Puissant Arago cette thèse n'aurait jamais vu le jour.

Je dois beaucoup à ma famille. Merci à mes parents, à ma sœur et à mon frère.

Enfin, merci à ma compagne, Claudia, pour son soutien au quotidien et son amour hors du commun.

## Sommaire

---

<b>Introduction générale.....</b>	<b>1</b>
1. Finance et transformations du capitalisme .....	2
2. Du cadre théorique à l'objet d'étude : les filières agro-financières du <i>private equity</i> .....	17
3. De l'objet d'étude au terrain d'enquête .....	32
<b>Chapitre 1 : De la <i>Land Bank</i> au <i>private equity</i> : Analyse socio-historique des dispositifs d'intermédiation financière dans l'agriculture en Afrique du sud .....</b>	<b>40</b>
1. Le champ de l'intermédiation financière agricole en Afrique du sud au XXe siècle .....	41
2. Une généalogie du <i>private equity</i> .....	61
3. Conclusion du chapitre .....	86
<b>Chapitre 2 : Les acteurs des filières agro-financières du <i>private equity</i>.....</b>	<b>88</b>
1. Les sociétés de gestion de <i>private equity</i> .....	88
2. Les investisseurs institutionnels .....	108
3. Les dirigeants d'entreprise dans l'agriculture .....	128
4. Conclusion du chapitre .....	141
<b>Chapitre 3 : La construction des filières agro-financières du <i>private equity</i> ou l'appariement d'une offre et d'une demande de capitaux .....</b>	<b>143</b>
1. Construire et formater une offre de capitaux .....	144
2. Identifier et cadrer une demande de capitaux .....	173
3. Conclusion du chapitre .....	197
<b>Chapitre 4 : Gouverner les filières agro-financières du <i>private equity</i> .....</b>	<b>198</b>
1. Contrôle et autocontrôle au sein des filières agro-financières du <i>private equity</i> .....	198
2. Les crises des filières agro-financières .....	227
3. Conclusion du chapitre .....	247
<b>Chapitre 5 : Créer de la valeur à partir de l'entreprise-cible .....</b>	<b>249</b>
1. Evaluer les entreprises pour mieux les valoriser .....	249
2. Stimuler la croissance des entreprises .....	258
3. Rationalisation financière des entreprises .....	277
4. La revente des entreprises-cibles .....	288

5. Conclusion du chapitre .....	295
<b>Chapitre 6 : Du secteur à la classe d'actifs. Les mutations de l'agriculture en Afrique du sud</b>	<b>296</b>
1. Vers une nouvelle architecture sectorielle de l'agriculture sud-africaine ?.....	296
2. L'Etat dans les filières du <i>private equity</i> .....	318
3. Conclusion du chapitre .....	338
<b>Conclusion générale .....</b>	<b>339</b>
1. Du <i>private equity</i> en Afrique du sud au secteur agricole sud-africain .....	339
2. Retour sur la notion de filière agro-financière du <i>private equity</i> .....	341
3. Les deux niveaux de la financiarisation .....	343
4. Prolonger l'analyse.....	346
<b>Bibliographie.....</b>	<b>350</b>
<b>Littérature grise.....</b>	<b>373</b>
<b>Annexes .....</b>	<b>378</b>
<b>Index des figures, tableaux et encadrés .....</b>	<b>400</b>
<b>Table des matières complètes .....</b>	<b>403</b>
<b>Résumé .....</b>	<b>410</b>
<b>Abstract .....</b>	<b>410</b>

## Liste des sigles

---

AAF: Agriculture and Agribusiness Fund

ABC: Agribusiness Chamber

AFD: Agence Française de Développement

AFIC: Association Française des Investisseurs  
pour la Croissance

ANC: African National Congress

AVCA: African Venture Capital Association

BAD : Banque Africaine de Développement

BEE: Black Economic Empowerment

BEI : Banque Européenne d'Investissement

DBSA: Development Bank of Southern Africa

EMPEA: Emerging Market Private Equity  
Association

ERISA: Employee Retirement Income Security  
Act

EVA: Economic Value-added

FAO: Organisation des Nations-Unies pour  
l'alimentation et l'agriculture

GBC1: Global Business Investment Company

GIIN: Global Impact Investing Network

GIIRS: Global Impact Investing Rating System

IDC: Industrial Development Corporation

IFC: International Finance Corporation-Société  
Financière Internationale

IFD: Institution financière de développement

IRIS: Impact Reporting and Investment  
Standards

JSE: Johannesburg Stock Exchange

LBO: Leverage Buy-Out

MEC: Mineral-Energy Complex

OCDE : Organisation de Coopération et de  
Développement Economique

OGM: Organisme Génétiquement Modifié

OPIC: Overseas Private Investment  
Corporation

PIB : Produit Brut par Habitant

PIC: Public Investment Corporation

PWC: PricewaterhouseCoopers

RSA: République d'Afrique du sud

SAVCA: South Africa Venture Capital and  
Private equity Association

USA: United State of America



# Introduction générale

---

*« La scission entre la propriété et la gestion du capital, qui prévaut à l'heure actuelle, et l'extension prise par les marchés financiers organisés ont fait intervenir un nouveau facteur d'une grande importance, qui facilite parfois l'investissement, mais qui parfois aussi contribue grandement à aggraver l'instabilité du système. En l'absence de bourses de valeurs il n'y a pas de motif pour qu'on essaye de réévaluer fréquemment les investissements où l'on s'est engagé. Mais le stock exchange réévalue tous les jours un grand nombre d'investissements, et ses réévaluation fournissent aux individus (mais non à la communauté dans son ensemble) des occasions fréquentes de réviser leurs engagements. C'est comme si un fermier, après avoir tapoté son baromètre au repas du matin, pouvait décider entre dix et onze heures de retirer son capital de l'exploitation agricole, puis envisager plus tard dans la semaine de l'y investir de nouveau » (Keynes 1996 [1936], 166).*

Au détour d'une citation extraite de la « Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie », John Maynard Keynes oppose la liquidité des marchés financiers au cycle de « long » terme de la production agricole. Pourtant aujourd'hui, de plus en plus de travaux font état d'une « colonisation » par la finance de tous les secteurs économiques des systèmes capitalistes contemporains dont l'agriculture. Mais alors, l'agriculture serait-elle devenue liquide ?

Au croisement des études sociales de la finance, de la sociologie agricole et des études africaines, ce travail de thèse ambitionne d'analyser le rôle de la finance dans les transformations de l'agriculture et la place de l'agriculture dans le capitalisme contemporain en Afrique du sud. Selon Jean et John Comaroff, les transformations actuelles du capitalisme, comme la financiarisation par exemple, se produiraient plus rapidement et plus brutalement dans les pays du Sud, notamment en Afrique du sud, en raison du démantèlement des structures sociales et politiques de régulation de l'économie dans ces pays<sup>1</sup> (Comaroff et Comaroff 2011). L'Afrique du sud représente ainsi un laboratoire privilégié de la financiarisation et constitue à ce titre un terrain d'étude fertile.

---

<sup>1</sup> « Dit autrement, tandis que l'Euro-Amérique et ses antipodes sont pris dans les mêmes processus historiques, les anciennes marges deviennent les nouvelles frontières, des lieux où les capitaux mobiles et compétitifs au niveau global trouvent des zones régulées au minimum où ils peuvent investir ; où des économies hautement flexibles et informelles –de celles qui s'étendent partout- prospèrent ; où les entreprises de services externalisés par les pays du Nord développent leurs propres empires info-technologiques de pointe, légalement et informellement ; où de nouvelles échelles de travail, de temps et de valeur émergent et modifient les pratiques planétaires. C'est pourquoi les pays du Nord semblent évoluer vers le Sud » (Comaroff et Comaroff 2011, 14).

La thèse s'articule autour de la question de recherche suivante : comment les formes de circulation du capital impactent l'organisation économique, sociale et politique de la production agricole en Afrique du sud ? Pour répondre à cette question, la thèse s'intéresse à un modèle de circuit du capital en particulier : les circuits du *private equity*. Le *private equity* est un dispositif encadrant la délégation, contractuelle et temporaire, de la gestion de capitaux des détenteurs légaux à des gestionnaires privés en vue d'acquérir un portefeuille d'entreprises, ou de fractions d'entreprises, et de réaliser une plus-value finale. Ce dispositif organise donc la circulation et l'allocation de capitaux vers des entreprises, notamment des entreprises agricoles et agroalimentaires dans notre cas d'étude, via la médiation de fonds ou de firmes de *private equity*.

Nous mènerons une analyse comparative approfondie de 18 fonds ou firmes de *private equity*, basés en Afrique du sud et dédiés, exclusivement ou partiellement, à l'agriculture. La mobilisation du dispositif par ce groupe d'entrepreneurs financiers fait émerger des formes d'articulation originales entre les marchés financiers et le secteur agricole sud-africain. Celles-ci constituent alors un vecteur privilégié de « l'extension du domaine de la finance » (Deffontaines 2013), laquelle remet en cause les structures productives et les structures sociales de l'agriculture en Afrique du sud et en Afrique subsaharienne.

Dans le cadre de cette introduction, nous aborderons tout d'abord les enjeux et les débats relatifs aux transformations contemporaines du capitalisme. Plus particulièrement, nous reviendrons sur les travaux qui analysent la « financiarisation » des systèmes capitalistes pour mieux nous en démarquer et inscrire notre travail dans l'espace problématique de l'intermédiation financière (1). Le *private equity* constitue un dispositif d'intermédiation financière original qui autorise et formate la circulation de capitaux entre la finance et l'économie productive. Plutôt qu'une analyse générique du dispositif, ce travail s'intéresse à son importation et à ses effets dans le secteur agricole en Afrique du sud à travers la constitution de « filières agro-financières du *private equity* » (2). Cette construction théorique repose enfin sur une enquête de terrain menée principalement en Afrique du sud auprès des gestionnaires du *private equity* (3).

## **1. Finance et transformations du capitalisme**

L'analyse des relations entre la finance et l'économie est un thème central de l'analyse des systèmes capitalistes, cependant cette relation fait l'objet d'une attention nouvelle au cours des dernières années dans le cadre des « études de la financiarisation<sup>2</sup> ». Partant du constat largement partagé d'un rôle

---

<sup>2</sup> Comme le note Nicolas Bedu, si le terme s'est largement diffusé, on trouve dans la littérature d'autres expressions pour caractériser cette dynamique : « *les appellations de capitalisme patrimonial (Aglietta 1998 ; Aglietta et Rebérioux 2004 ; Rebérioux 2005), capitalisme actionnarial (Plihon 2009), capitalisme financier*

accru des marchés financiers dans le fonctionnement des systèmes économiques, mais aussi plus largement dans l'organisation de nos sociétés contemporaines, des auteurs, issus d'une diversité de disciplines et de courants d'études (marxisme, école de la régulation, sociologie économique), se sont intéressés au rôle de la finance dans les transformations actuelles du capitalisme. Toutefois, malgré la large diffusion du néologisme « financiarisation », la notion est loin d'être stabilisée et fait l'objet de controverses scientifiques<sup>3</sup> (Fine 2012).

Afin de définir l'espace problématique dans lequel se positionne la thèse, nous présentons ces différents travaux selon les niveaux d'observation auxquels se situent les auteurs en distinguant les échelles du capitalisme, de l'entreprise et du secteur<sup>4</sup>.

### **1.1. Les trois échelles de la financiarisation**

Tout d'abord un premier courant d'étude analyse la financiarisation dans le cadre des régimes d'accumulation qui caractérisent l'évolution historique du capitalisme. La question qui se pose alors est : la financiarisation actuelle caractérise-t-elle un nouveau régime d'accumulation en remplacement du régime fordiste (Boyer 2000) ? Selon Giovanni Arrighi par exemple, « l'expansion de la finance » caractériserait une période de crise transitoire entre deux régimes d'accumulation stabilisés (Arrighi 1994).

En ce qui concerne l'Afrique du sud, l'approche des régimes d'accumulation du capitalisme a trouvé une déclinaison locale dans le cadre des analyses du « *Mineral-energy complex* » (MEC) (Fine et Rustonjee 1997). Le MEC caractérise le régime d'accumulation sud-africain qui s'est constitué à partir de la fin du XIX<sup>e</sup> siècle avec le développement des industries minières –notamment l'or et le charbon- grâce aux capitaux du capitalisme colonial britannique et, à partir de 1910, aux investissements de l'Etat sud-africain. A partir des années 1980, la finance devient « l'épicentre » du régime d'accumulation. En effet, Ben Fine et Samantha Ashman mettent en lumière une « financiarisation du MEC » qui se traduit par un contrôle accru des conglomérats bancaires et

---

(Batsch 2002), régime de croissance guidé par la finance (Boyer 2000), capitalisme guidé par la finance (Guttmann et Plihon 2008), capitalisme de marchés financiers (Morin 2006) » (Bedu 2013, 50).

<sup>3</sup> Ainsi, Roger Lee et ses collègues auraient identifié 17 « notions » différentes du terme financiarisation (Lee et al. 2009).

<sup>4</sup> D'autres niveaux d'étude de la financiarisation auraient aussi pu être évoqués, comme les ménages par exemple, qui sont aussi engagés dans une relation « intime » avec les institutions financières notamment dans le cadre de leur endettement. Des courants d'étude comme le « coupon pool capitalism » mettent ainsi l'entreprise et le ménage côte à côte puisque leur comportement seraient de plus en plus contraint par les marchés financiers (Froud, Johal, et Williams 2002).

financiers sur les structures économiques et la part croissante des revenus financiers dans le PIB national<sup>5</sup> (Fine et Ashman 2013; Mohamed 2009).

Plusieurs indicateurs sont développés pour mesurer le degré de financiarisation des différentes économies. Dans le cas de l'économie américaine par exemple, Greta Krippner identifie deux indicateurs de référence pour mesurer l'intensité de la financiarisation : la part des revenus financiers pour les entreprises non-financières et l'apport du secteur financier à l'économie nationale (Krippner 2005). Dans le cadre de l'approche dite des « variétés des capitalismes » des auteurs se sont intéressés aux interactions entre une dynamique de financiarisation globale et les institutions économiques et sociales nationales pour distinguer les différentes déclinaisons nationales du processus de financiarisation<sup>6</sup>.

Ces approches macro-économiques ou macrosociologiques nous renseignent sur l'évolution du capitalisme à travers le prisme de la finance. Le rapport de force entre la finance, l'Etat et les acteurs économiques constitue un des moteurs de la transformation et de la reproduction du capitalisme. Selon les configurations historiques de ces rapports de force qui varient dans le temps et dans l'espace, la forme et l'intensité des relations entre l'économie et la finance fluctuent. Ainsi, la phase actuelle de financiarisation des économies traduirait un recul de l'Etat au profit d'une finance « débridée ». Ces approches « par le haut », si elles permettent d'analyser la dynamique historique du capitalisme, ne montrent pas les interactions concrètes entre finance et économie. A l'inverse, des chercheurs se sont penchés sur les mécanismes et les effets de la financiarisation des entreprises.

Dans la première moitié du XXe siècle, des auteurs comme Thorstein Veblen (Veblen 1978 [1904]) et Rudolf Hilferding (Hilferding 1970 [1910]) se sont intéressés à la relation entre finance et industrie et ont en commun

*« de se centrer sur le rôle des mutations de la propriété dans l'organisation capitaliste, de souligner l'émergence d'une nouvelle oligarchie industrialo-financière et des intérêts potentiellement contradictoires existants entre le développement de l'industrie et celui de la finance capitaliste »* (Dupuy, Montalban, et Moura 2011, 380-81).

Cette littérature s'interroge sur l'influence de la finance sur l'industrie en se focalisant sur l'entreprise privée, à la fois comme interface et comme résultante de cette confrontation.

A partir de ces travaux précurseurs, l'entreprise privée va devenir le lieu d'observation privilégié des rapports entre la finance d'une part, incarnée par les actionnaires, et « l'économie productive » dont le

---

<sup>5</sup> 21% du PIB en 2013 (Ashman, Fine, et Newman 2011).

<sup>6</sup> Voir par exemple Frederic Widmer dans le cas de la financiarisation de l'industrie suisse (Widmer 2012).

dirigeant d'entreprise devient la figure centrale. John Kenneth Galbraith montre ainsi que « la technostructure managériale » a dominé la grande entreprise au détriment d'un actionnariat éclaté pendant la période des trente glorieuses (Galbraith 2007). Mais la « révolution actionnariale » entamée à partir des années 1970 va profondément renverser le rapport de force au profit des plus gros actionnaires, les investisseurs institutionnels, qui prennent alors le contrôle de l'entreprise (Orléan 1999; Lordon 2002; Lazonick et O'Sullivan 2000 ; Chesnais 2004). En conséquence, la création de valeur pour les actionnaires s'impose comme le principe de base de la gouvernance d'entreprise (Aglietta 2000 ; Froud et al. 2000 ; Lazonick et O'Sullivan 2000 ; Lordon 2000 ; Fligstein 2001 ; Aglietta et Rebérioux 2004 ; Krippner 2005 ; Dore 2008 ; Plihon 2009).

Néanmoins, la diffusion des principes de la valeur actionnariale n'est pas un processus descendant homogène et inéluctable, au contraire, cette financiarisation de l'entreprise est un phénomène négocié localement qui procède par tâtonnements. Ainsi, Frédéric Lordon montre comment la diffusion de l'indicateur « *economic value-added* » (EVA) s'appuie sur une coalition d'acteurs hétéroclites (consultants, journalistes), comment ils imposent progressivement la rhétorique de la création de valeur aux dirigeants d'entreprises mais aussi comment ces dirigeants conservent des marges de manœuvre dans l'application concrète d'un tel indicateur de gestion (Lordon 2000). Autre exemple à partir d'une étude de cas dans l'industrie automobile allemande, Jurgen Kadtler et Hans Sperling montrent comment les travailleurs, grâce à leur syndicat, pèsent sur la mise en œuvre de ces principes de gouvernance (Kadtler et Joachim Sperling 2002a; 2002b).

Ces analyses sociologiques situées au niveau de l'entreprise, mettent donc en lumière les arrangements et les arbitrages locaux entre les acteurs de la finance et ceux de l'économie productive. Ces relations sont en permanence renégociées et sont dépendantes des configurations économiques, politiques et sociales. Toutefois, les analyses micro se font au détriment de la compréhension de la cohérence d'ensemble du capitalisme. Fabien Foureault renvoie dos à dos les analyses macro-économiques sur les transformations du capitalisme et les analyses-microsociologiques sur le changement organisationnel :

*« Sans nier l'apport de ces concepts, on peut noter qu'ils entraînent quelques difficultés à penser le lien entre le niveau macro-social et le niveau microsocial Si l'on se situe au niveau macro, on est tenté de postuler une simple déclinaison des logiques à l'œuvre vers le niveau micro ; si l'on se situe au niveau micro on est tenté de renvoyer les causalités à une sorte d'éther qui imprègne toutes les situations de travail » (Foureault 2014, 19).*

Pour échapper à cette contradiction notamment, des chercheurs ont déplacé le curseur au niveau méso. Ces approches prennent comme cadre d'étude, le « secteur » ou l' « industrie », c'est-à-dire une échelle de régulation qui s'intercale entre le niveau global du capitalisme et des régimes d'accumulation d'une part, le niveau des entreprises et des marchés d'autre part. Ainsi, des travaux portent sur la financiarisation de la ville et de la fabrique de l'urbain (David 2013 ; Deffontaines 2013 ; Harvey 1985 ; Renard 2008) ou de la grande distribution (Durand et Benquet 2016).

La financiarisation de l'agriculture est aussi l'objet d'une importante littérature. Une première série de travaux à la fin des années 2000 s'est ainsi intéressée aux acteurs financiers engagés dans le processus d'acquisition foncière à grande échelle dans les pays du Sud –*land grabbing* (GRAIN 2010; Buxton, Campanale, et Cotula 2012; Daniel 2012). Puis, des chercheurs se sont engagés dans une analyse plus systémique en intégrant les acquisitions foncières dans le cadre plus large d'un processus de financiarisation de l'agriculture et du foncier agricole.

Ces travaux sont très largement issus du courant des « études agraires » et s'inscrivent dans une tradition d'économie politique marxiste (Visser, Clapp, et Isakson 2015). Cette approche revêt alors plusieurs avantages. Premièrement, elle permet de faire le lien entre une pluralité de pratiques financières spatialement dispersées en les rattachant aux transformations globales du capitalisme contemporain. La prolifération de fonds indiciels sur le marché à terme de Chicago et l'acquisition de plus de 3000 hectares de terres arables par un fonds d'investissement britannique en Zambie (Chu 2013) s'inscrivent alors tous les deux dans le processus global de financiarisation de l'agriculture. Deuxièmement, cette approche ouvre une réflexion sur les bouleversements suscités par la pénétration de la finance dans l'agriculture, et notamment sur les relations et les rapports de force entre le « capital financier » d'un côté, les autres groupes d'acteurs au sein de l'agriculture de l'autre, tels que la grande distribution organisée (Burch et Lawrence 2013). Troisièmement, le développement actuel de fonds et de firmes d'investissement dédiés au foncier agricole est l'occasion de s'interroger sur la temporalité de la financiarisation et la dynamique du capitalisme contemporain. Autrement dit, pourquoi le capital financier investit-il aujourd'hui dans le foncier agricole ? Pour Madeleine Fairbairn, cette financiarisation de l'agriculture illustre l'épuisement des canaux financiers d'accumulation dans un contexte post-crise et un retour vers l'économie réelle (Fairbairn 2014). A ce titre, la financiarisation de l'agriculture serait le dernier « fixe spatial » (Harvey 1982) d'un processus global de financiarisation, lequel processus se décline dans l'agriculture selon des modalités et des mécanismes comparables aux financiarisations sectorielles antérieures. Dans ce cadre, la financiarisation de l'agriculture est étudiée comme l'émergence d'un nouveau « régime alimentaire » (Friedman et McMichael 1989) caractérisé notamment par un phénomène de « distanciation » croissant au sein des filières agroalimentaires (Clapp 2014).

Les travaux sur la financiarisation de l'agriculture affichent cependant plusieurs limites théoriques. Tout d'abord, ils négligent souvent les rouages concrets de la financiarisation et insistent sur la supposée nouveauté des échanges entre finance et agriculture au détriment d'une analyse socio-historique de leur relation. En effet, ces espaces sont définis dans leur opposition totale l'un par rapport à l'autre, d'où l'idée d'une colonisation de la finance sur l'agriculture (Williams 2014). Une telle grille de lecture masque l'ensemble des acteurs intermédiaires et des dispositifs qui tracent une continuité entre les deux espaces et à travers lesquels ils interagissent l'un sur l'autre. La financiarisation acquiert au contraire un caractère homogène et inéluctable, ne permettant pas d'appréhender et de comprendre ses multiples déclinaisons locales et nationales, ses travestissements ou encore ses échecs (Ouma 2014). Cette réification de la « finance » et de « l'agriculture » fonctionne d'autant plus que ces espaces sont cantonnés à des échelles spatiales distinctes, le global et le local, qui s'auto-excluent mutuellement.

Il est important de sortir de cette approche anhistorique au profit d'une analyse méso qui insiste sur l'historicité des échanges entre finance et agriculture et sur le poids des flux de capitaux dans le gouvernement et la structuration du secteur. Pour analyser la financiarisation de l'agriculture sud-africaine sans tomber dans les apories des « études de la financiarisation », ce travail privilégie donc une entrée par l'intermédiation financière sectorielle.

## **1.2. L'intermédiation financière comme espace d'analyse**

Plutôt que de considérer les marchés financiers d'un côté, l'économie et ses secteurs de l'autre comme deux espaces clos, il est intéressant d'analyser les formes concrètes d'appariement entre les deux et l'émergence d'un espace interstitiel où s'effectue un travail quotidien d'intermédiation. Deux ensembles de travaux qui s'intéressent à l'intermédiation financière sont particulièrement intéressants dans le cadre de notre approche : les études sociales de la finance d'une part, et un ensemble plus composite qui étudient l'intermédiation financière comme un espace de régulation de l'économie. Si cette littérature se focalise sur les formes « généralistes » de l'intermédiation financière, il est pourtant intéressant de se pencher sur les déclinaisons sectorielles.

### **1.2.1. Les courants d'analyse de l'intermédiation financière**

Les sciences sociales, et en particulier la sociologie, se sont intéressées dès les années 1980 aux pratiques financières concrètes. Olivier Godechot a dressé en 2009 un état des lieux des travaux qui s'inscrivent dans le champ émergent des études sociales de la finance (Godechot 2009). Il dégage trois axes principaux de recherche :

- l'institutionnalisation et la « généalogie » des marchés financiers<sup>7</sup> ;
- « la finance comme champ économique structuré par des hiérarchies »<sup>8</sup>, c'est-à-dire  
« *un univers social spécifique, relativement autonome par rapport aux autres champs, dont il faudrait analyser la structure sociale, ses transformations et les conditions sous lesquelles ces transformations se déroulent et produisent leurs effets* » (Reynaud, Heilbron, et Bourdieu 2003, 4) ;
- et enfin les pratiques et les rationalités financières<sup>9</sup>.

Cet ensemble de travaux hétéroclites vient enrichir la compréhension de l'intermédiation financière en explicitant ses origines historiques et en mettant à jour les mécanismes sociaux, économiques et politiques qui sous-tendent son fonctionnement. En effet, ce courant d'étude cherche à incarner la finance en faisant de l'allocation et de la gestion des capitaux une activité « banale », analysée grâce aux outils méthodologiques et théoriques des sciences sociales. Cependant le risque d'une telle approche est de déconnecter cet espace d'intermédiation financière des secteurs qu'il irrigue, et ainsi de passer à côté d'une part des effets concrets de l'intermédiation financière sur la structure économique et d'autre part des rétro-effets de la structure économique sur les formes de l'intermédiation financière.

D'autres chercheurs analysent justement la finance comme un espace de conflit et de pouvoir au sein duquel sont fixés des normes et des règles qui contraignent les structures et les acteurs de la sphère économique. André Orléan par exemple présente les marchés financiers comme des « réalités duales » où se rencontrent deux logiques distinctes à savoir une logique de rentabilité économique, la « rationalité fondamentale », et une logique de rentabilité financière focalisée sur la liquidité, la « rationalité (spéculative) autoréférentielle » (Orléan 1999). Les marchés financiers articulent les deux formes de rationalité et organisent les échanges entre financiers et « acteurs économiques » en faisant émerger des « conventions financières ». Par exemple, la stricte séparation de la gestion et de la propriété des entreprises aux Etats-Unis, jusque dans les années 1970 est le fruit d'un compromis « *entre immobilisation du capital et liquidité des droits de propriété* » (Orléan 1999, 208). Aujourd'hui la « valeur actionnariale » constitue le nouveau compromis entre les investisseurs institutionnels et les dirigeants d'entreprise (Lordon 2000).

Horacio Ortiz, quant à lui, mène une « anthropologie de la distribution des ressources monétaires » où il montre notamment que :

---

<sup>7</sup> Voir par exemple les travaux de Donald McKenzie qui analyse la performativité de la théorie financière, et notamment de la formule de « Black et Scholes » sur le développement du marchés des options (MacKenzie 2006).

<sup>8</sup> Voir par exemple les travaux d'Olivier Godechot sur les traders (Godechot 2001).

<sup>9</sup> Voir par exemple Yasmina Tadjeddine qui analyse les différentes formes de rationalité qui dominent sur les marchés financiers (Tadjeddine 2000).



*« les règles de distribution de la monnaie sont ainsi à la fois un enjeu de politique publique, l'effet des activités de personnes agissant comme employées dans des institutions de crédit non étatiques et des rapports de crédit des particuliers en général » (Ortiz 2008, 32).*

L'intermédiation financière est « un espace de pouvoir global » où se confrontent des groupes d'acteurs porteurs de revendications et de conceptions antagonistes à propos de la circulation des capitaux.

Dans le cadre de notre travail, nous souhaiterions rapprocher ces deux approches de l'intermédiation financière, à la fois comme champ professionnel autonome et comme espace politique de régulation. Cependant, ces travaux partagent un intérêt pour les marchés financiers globaux et « généralistes ». A l'inverse, la thèse porte sur une intermédiation financière « sectorielle », c'est à dire sur la circulation des capitaux entre la finance et un secteur économique en particulier.

### **1.2.2. L'intermédiation financière « sectorielle » : le cas du secteur agricole**

L'arrimage et l'articulation des activités économiques différenciées au « régime d'accumulation macroéconomique » sont médiatisés par l'échelon sectoriel. L'école de la régulation et l'analyse cognitive des politiques publiques se sont intéressées aux secteurs, respectivement du point de vue des acteurs économiques et de l'action publique. Les secteurs économiques sont des espaces différenciés qui se distinguent par leurs architectures institutionnelles. Laurent du Tertre donne une définition régulationniste des secteurs :

*« Les secteurs correspondent ainsi à des sphères d'activités où se déploient des dispositifs institutionnels particuliers. Ils peuvent être définis sur la base : d'un rapport social de travail qui s'appuie sur la mise en œuvre d'une configuration productive précise ; de capitaux individuels qui se confrontent dans le cadre d'une concurrence organisée ; de règlements internationaux qui encadrent la dynamique du secteur dans le régime international. » (du Tertre 2002, 313-314).*

Cet échelon méso constitue alors une « échelle de gouvernement » intermédiaire dont les formes et l'intensité évoluent au gré des rapports de force et de l'articulation entre régulation sectorielle et régulation globale (Mollard 2002). Premièrement, les « dispositifs institutionnels » sont le produit de la compétition entre les acteurs du secteur d'une part et entre ces acteurs et les autres groupes d'intérêts économiques et sectoriels d'autre part. Deuxièmement, le régime d'accumulation global pèse sur les « dispositifs institutionnels » sectoriels et détermine les formes d'insertion d'un secteur particulier à l'économie globale. Toutefois, la régulation sectorielle n'est pas une simple déclinaison

de la régulation globale comme l'illustre, par exemple, le cas de l'agriculture française dans la deuxième moitié du XX<sup>e</sup> siècle :

*« l'agriculture "productiviste" de la période 45-75 a mis en œuvre un rapport social de travail particulier, tout en contribuant, par l'intermédiaire de la fonction alimentaire, au développement du rapport salarial fordiste »* (du Tertre 2002, 315).

Mais la construction du secteur n'est pas un processus exclusivement économique, et l'Etat joue un rôle prépondérant dans l'émergence puis l'évolution des institutions sectorielles. L'approche cognitive de l'analyse des politiques publiques s'est intéressée au secteur comme espace d'interaction privilégié entre l'Etat et la société. Pierre Muller s'interroge sur les conditions et les effets de l'émergence d'une politique publique agricole en France à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, et met en lumière le processus concomitant de « sectorisation » de l'agriculture, c'est-à-dire

*« la transformation d'une agriculture formée jusque-là pour l'essentiel de communautés villageoises relativement autarciques et constituant une sorte de « monde » à part dans la société française en un secteur économique intégré à l'économie nationale par de multiples réseaux : crédit, marchés, réseau de commercialisation et d'approvisionnement, etc. »* (Muller 1984, 17).

Le secteur se construit autour d'un « référentiel sectoriel », c'est-à-dire une représentation et une problématisation du monde social qui contribue à

*« baliser les frontières du secteur, sa configuration et sa place dans la société, dans la mesure où ces éléments sont l'objet de conflits permanents en liaison avec les controverses sur le contrôle de l'agenda politique »* (Muller 2010, 558-559).

A travers la notion de référentiel, c'est l'articulation entre le global et le secteur qui est au cœur de l'analyse, ce que Pierre Muller a qualifié de « rapport global-sectoriel » (Muller 2010). Ce rapport pèse sur les formes et l'intensité de la sectorisation, laquelle est donc un processus instable et réversible.

Le ou les modèle(s) d'intermédiation financière sont alors des « dispositifs institutionnels sectoriels » qui permettent d'arrimer un secteur au « régime d'accumulation macroéconomique » et contribuent à l'émergence, la stabilisation et parfois la remise en cause du secteur. Pierre Muller dans la citation ci-dessus inclut le crédit, c'est-à-dire l'intermédiation bancaire, parmi les vecteurs d'intégration de l'agriculture. Bernard Jullien et Andy Smith placent quant à eux le « rapport financier » parmi les 4 « rapports institués » de « l'ordre institutionnel » propre à chaque « industrie » : rapport d'emploi, rapport d'approvisionnement, rapport financier et rapport commercial (Jullien et Smith 2012). Ainsi,

le « rapport financier », autrement dit les formes de l'intermédiation financière, influe directement sur la dynamique de sectorisation, ou à l'inverse de déssectorisation.

A ce titre, la dynamique de sectorisation de l'agriculture dans la plupart des pays développés au cours du XXe siècle s'est appuyée sur un modèle d'intermédiation financière sectoriel original. En France, par exemple, les caisses locales puis régionales du Crédit Agricole sont créées et soutenues par l'Etat à la fin du XIXe siècle<sup>10</sup>. En Afrique du sud, le secteur agricole sud-africain, s'est développé autour d'une institution financière publique, la *Land Bank*. Après sa création en 1912, cette banque publique joue un rôle pivot tout au long du XXe siècle dans les politiques publiques de soutien aux agriculteurs commerciaux « blancs ». En effet, la banque bénéficie d'exemptions fiscales, de levées de fonds garanties par l'Etat et de subventions qui lui permettent de fournir aux agriculteurs des prêts de court et de long terme à bas prix dans le cadre de la « modernisation » de l'agriculture sud-africaine.

L'Etat joue donc un rôle prépondérant dans le modèle d'intermédiation financière sectorielle en se posant en médiateur entre les marchés de capitaux et le secteur agricole. Par ailleurs, ce modèle d'intermédiation sectorielle est solidaire d'un « modèle de développement agricole » (Gras et Hernandez 2014) orienté vers les marchés agricoles nationaux et le maintien sur la terre d'une clientèle électorale. Les fissures dans le compromis racial de l'apartheid à partir des années 1970 puis la chute du régime en 1994 remettent en cause le modèle d'intermédiation dominant via la *Land Bank*. De nouveaux modèles émergent, comme par exemple les fonds et les firmes de *private equity*, lesquels renouvellent les infrastructures de l'intermédiation financière sectorielle et impactent la dynamique de sectorisation de l'agriculture.

La thèse porte sur l'espace interstitiel de l'intermédiation financière sectorielle en Afrique du sud à la fois comme champ professionnel autonome et comme espace politique de régulation. D'autres chercheurs se sont aussi intéressés à l'interface entre l'agriculture et la finance. C'est le cas par exemple de James Williams qui qualifie cette interface d' « agspace », c'est à dire

*« un espace social et institutionnel distinct, un champ particulier d'engagement et d'intervention qui existe quelque part entre la finance et l'agriculture, partageant des caractéristiques de chacun tout en étant irréductible à aucun des deux »* (Williams 2014, 23).

L' « agspace » inclut une pluralité de « dispositif d'intermédiation » : les marchés à terme agricole (Vander Stichele et al. 2010), les instruments de gestion du risque comme les assurances climatiques (Isakson 2015) ou encore les fonds d'investissements spécialisés.

---

<sup>10</sup> Notamment avec la loi dite Méline adoptée en 1894.

Afin d'étudier l'évolution de l'« agspace » en Afrique du sud, nous avons choisi de nous intéresser à un dispositif d'intermédiation financière particulier : le *private equity*. L'introduction de ce dispositif d'intermédiation dans l'agriculture sud-africaine constitue une innovation et une rupture par rapport aux échanges « historiques » entre finance et agriculture. Mais avant de définir cet objet d'étude, nous allons revenir sur la notion de dispositif d'intermédiation à la fois comme cadre théorique et comme approche méthodologique.

### **1.3. Les dispositifs d'intermédiation financière**

La notion de dispositif d'intermédiation permet d'analyser les ressorts concrets de l'appariement entre la sphère agricole et la sphère financière et d'inscrire ces relations dans une dynamique historique de long terme.

#### **1.3.1. Une approche par les dispositifs qui s'inscrit dans la sociologie économique**

Comme l'ont rappelé Jean-Samuel Beuscart et Ashveen Peerbaye dans un numéro spécial de la revue « Terrains et Travaux » consacré à « L'histoire des dispositifs » (Beuscart et Peerbaye 2006), la notion puise ses racines des travaux de Michel Foucault. Le dispositif est conçu comme

*« le 'réseau' qu'il est possible de tracer entre les différents éléments d'un ensemble résolument hétérogène, comportant des discours, des institutions, des aménagements architecturaux, des décisions réglementaires, des lois, des mesures administratives, des énoncés scientifiques, des propositions philosophiques, morales, philanthropiques, bref : du dit, aussi bien que du non-dit » (Foucault 1994 [1977], 299).*

A partir des travaux fondateurs de Michel Foucault, deux dimensions de la notion vont faire l'objet d'un approfondissement. Premièrement, les « assemblages d'éléments hétérogènes », et plus particulièrement l'assemblage d'humains et de non-humains, vont être repris par la sociologie de l'acteur-réseau sous la forme de « *dispositif sociotechnique* » dont l'enchevêtrement constitue une « *chaîne de traduction* » (Callon 2006). Deuxièmement, dans le cadre des analyses foucaaldiennes sur la « gouvernementalité », le dispositif est essentiellement un dispositif de pouvoir sur les corps et les esprits (Lascombes 2004). Nous souhaitons reprendre à notre compte cette double dimension du dispositif, comme assemblage d'éléments hétérogènes et comme forme sociale de pouvoir.

Jean-Samuel Beuscart et Ashveen Peerbaye ont souligné le succès de la notion de dispositif dans la « nouvelle » sociologie économique française (Steiner et Vatin 2013). Ce courant d'étude postule, contre la théorie économique classique, « l'encastrement » de l'économie dans la société (Polanyi

1983) et analyse les formes d'interpénétration, d'interdépendance et de coévolution entre l'ordre économique et l'ordre social<sup>11</sup>.

L'analyse des dispositifs dans la sociologie économique s'inscrit dans le programme plus large d'étude des institutions économiques et marchandes. Sophie Dubuisson-Quellier et Pierre François définissent les institutions comme

*« des manières d'agir et de penser stabilisées, extérieures aux individus et susceptibles de s'imposer à eux »* (Dubuisson-Quellier et François 2011, 32).

Les dispositifs figurent parmi les types d'institutions évoqués, lesquels sont des *« appuis conventionnels pour l'action »* (Dodier 1993) qui permettent aux acteurs d'agir. Autrement dit, grâce aux « dispositifs sociotechniques »,

*« il est possible de s'entendre sur les grandeurs qui président à l'évaluation et d'accroître la prévisibilité des comportements »* (Velly, Goulet, et Mallard 2015, 3).

Par exemple, Lucien Karpik s'est intéressé aux dispositifs de jugement personnel et impersonnel grâce auxquels les acteurs évaluent la qualité et le prix d'un bien (Karpik 2007).

Le dispositif est donc une ressource cognitive, ou plutôt un stock de ressources cognitives, pour les acteurs qui leur permet de calculer, d'anticiper et d'agir. Par ailleurs les dispositifs coordonnent les acteurs, qu'ils soient issus d'une même sphère sociale ou bien de sphères distinctes. La sociologie de l'intermédiation marchande qui s'interroge sur les conditions réelles de rencontre entre l'offre et la demande situe justement le dispositif à l'interface entre deux sphères sociales au cœur des agencements marchands qui font concrètement les marchés. Par exemple Antoine Bernard de Raymond étudie les dispositifs d'intermédiation sur le marché des fruits et des légumes en France qui ont permis d'agencer les contraintes de périssabilité et de saisonnalité des produits d'une part et les exigences des acheteurs telles que la standardisation impulsée par la grande distribution organisée d'autre part (Bernard de Raymond 2010).

L'apparition, la stabilisation et la disparition des dispositifs, et des institutions en général (Dubuisson-Quellier et François 2011), fait l'objet de débats parmi les chercheurs en sciences sociales. Il nous semble important de réfuter tout fonctionnalisme d'une part, et d'autre part de sortir d'une grille d'analyse purement cognitive. En effet, si le dispositif est une ressource cognitive pour l'action, il constitue aussi une ressource –ou une contrainte– sociale, économique, et politique pour les acteurs

---

<sup>11</sup> Avec Bernard Convert, Hélène Ducourant et Fabien Eloire, nous regroupons dans l'encastrement à la fois les *« rapports sociaux objectifs »* (de pouvoir, de domination) et *« les interactions sociales intersubjectives »*, c'est-à-dire les institutions et les réseaux (Convert, Ducourant, et Éloire 2014, 15).

dans leur champ respectif. Par conséquent, nous rejoignons Antoine Bernard de Raymond dans sa tentative de sortir du « tout cognitif » :

*« Nous n'entendons pas ici le terme de « dispositif » dans sa seule acception de « réseau sociotechnique » : un dispositif n'est pas seulement un réseau mais aussi un ensemble de références (conventions, règles de droit) partagées par les acteurs, références qui peuvent faire l'objet d'interprétations, de débats, ou de mobilisations collectives. De la sorte, il est possible de rendre compte de la texture institutionnelle et historique des activités économiques, qui tend à s'estomper dans une approche strictement « sociotechnique » (Bernard de Raymond 2010, 3-4).*

Les dispositifs sont donc aussi des instruments de pouvoir. La sociologie des dispositifs de gestion par exemple (Boussard et Maugeri 2003 ; Metzger et Benedetto 2008 ; Chiapello et Guilbert 2013) montre comment ceux-ci

*« sont officiellement destinés à planifier, organiser et contrôler les activités de travail, en un mot à les encadrer » (Maugeri 2008, 153).*

Salvatore Maugeri juge par ailleurs que les « dispositifs post-tayloriens » sont les instruments de la domination des actionnaires (Maugeri 2008). Les dispositifs sont donc des enjeux de lutte et de domination entre les groupes sociaux et ils cristallisent et reproduisent des rapports de force.

Si notre filiation se situe clairement au niveau de la sociologie économique, nous souhaitons enrichir cette notion de dispositif en ne considérant pas seulement l'encastrement de l'économique dans le social et vice versa, mais aussi en intégrant les dimensions politiques en particulier à travers le courant d'analyse des politiques publiques. Pierre François a souligné la fécondité d'un rapprochement entre sociologie économique et analyse des politiques publiques dans l'optique de faire émerger une analyse de l'économie qui prenne en considération à parts égales les structures sociales et politiques (François 2010).

Les apports de l'analyse des politiques publiques à notre cadre d'analyse sont multiples. Tout d'abord comme nous l'avons mentionné plus haut, Pierre Muller, notamment, a placé au cœur de son analyse de l'action publique le secteur, et il s'est interrogé sur les conditions historiques des processus de sectorisation et de déssectorisation. Les travaux de Pierre Muller et de ses collègues seront donc une aide précieuse afin d'une part de saisir les dynamiques politiques à l'œuvre derrière l'émergence du dispositif du *private equity*, et d'autre part d'analyser les effets du dispositif sur les structures sociales et politiques de l'agriculture. A ce titre, le dispositif d'intermédiation financière s'apparente à un « instrument de politique publique » (Lascoumes et Galès 2004; Halpern, Lascoumes, et Le Galès 2014).

Le dispositif est donc à la fois une ressource cognitive pour les acteurs, notamment dans la sphère marchande, et un instrument de pouvoir. Il nous faut désormais voir comment cette notion peut s'appliquer et être utile à l'analyse de l'intermédiation financière sectorielle.

### **1.3.2. Les dispositifs sectoriels d'intermédiation financière**

Par dispositif d'intermédiation financière nous entendons un mécanisme d'appariement entre des détenteurs et des demandeurs de capitaux, lequel détermine un canal de circulation des capitaux. Un dispositif d'intermédiation sectorielle met alors en relation des détenteurs de capitaux et des demandeurs qui partagent une même appartenance sectorielle. La mobilisation d'un tel cadre d'étude nous permet de suivre l'allocation, la circulation et la reproduction du capital tout au long du circuit détenteurs-demandeurs-détenteurs.

L'espace interstitiel de l'intermédiation financière est « peuplé » de plusieurs dispositifs d'intermédiation qui se concurrencent, se complètent et cohabitent les uns avec les autres. Ainsi dans l'agriculture sud-africaine, les banques commerciales privées, la *Land Bank* et les coopératives de producteurs ont cohabité durant toute la deuxième moitié du XXe siècle, offrant une gamme variée de produits financiers aux agriculteurs. De plus, les dispositifs d'intermédiation apparaissent, disparaissent et cohabitent dans le temps et dans l'espace comme l'illustre par exemple l'émergence, dans cet espace interstitiel particulier, du *private equity* à la fin des années 2000 aux côtés de la *Land Bank* et des banques commerciales. Le renouvellement et l'évolution des dispositifs d'intermédiation financière est le produit de la configuration et de l'enchâssement entre différentes « échelles de gouvernement » : le global, le national et le local (Jullien et Smith 2012).

Il est intéressant d'évoquer quelques exemples de dispositifs d'intermédiation financière avant de définir le dispositif *private equity*. Tout d'abord, la bourse est le dispositif d'intermédiation financière de référence :

« Les bourses de valeur sont des créations institutionnelles inventées pour répondre à une exigence spécifique des créanciers et des propriétaires : rendre liquide les droits de propriété » (Orléan 2011, 313).

Sabine Montagne s'intéresse aux fonds de pension aux Etats-Unis et plus particulièrement au rôle d'un dispositif juridique particulier, le trust, dans l'articulation entre « logique de protection (sociale) et logique de spéculation » (Montagne 2006). En retraçant la généalogie du dispositif, elle montre comment un contrat juridique anglo-saxon hérité du monde féodal a été réapproprié et transformé par l'industrie financière dans le cadre de l'essor de la gestion pour compte de tiers. En effet, la réforme

juridique du trust dans le cadre de la loi ERISA en 1974, entérine « le pouvoir de la finance » puisque la protection de l'ayant droit passe par le principe prudentiel du respect des « bonnes pratiques » financières.

Le trust est donc un dispositif juridique d'intermédiation entre la protection sociale et l'industrie financière et sa diffusion contribue à transformer ces deux sphères hétérogènes :

*« plus qu'une cheville ouvrière d'articulation entre deux espaces de pratiques, deux logiques antagonistes, le trust contribue à façonner simultanément ces deux sphères, protection sociale et finance (...) Ainsi on verra le rôle important de ce dispositif juridique qui, en tant qu'instrument objectif organisant fonctionnellement la liquidité financière, contribue à instaurer un régime macro-institutionnel financiarisé » (Montagne 2006, 38).*

A travers cet exemple, on perçoit en outre le rôle décisif de l'Etat dans l'évolution et le renouvellement des dispositifs d'intermédiation financiers. En effet, c'est l'Etat qui joue le rôle d'arbitre entre les droits des salariés à la protection sociale et les revendications des professionnels de la finance, et tranche en faveur des seconds (Montagne 2006). A l'inverse Célestin Monga dans le cas du financement des petites et moyennes entreprises (PME) au Cameroun montre comment l'inadéquation des politiques publiques de régulation bancaire a suscité l'émergence d'un système financier « informel » plus dynamique et plus adapté (Monga 1997).

La microfinance constitue un autre exemple de dispositif d'intermédiation financière<sup>12</sup>. Celle-ci est mobilisée par une pluralité d'acteurs qui s'affrontent pour en définir un sens et un usage légitime (Guérin 2015). En effet, dans le cadre de son développement au cours des trente dernières années, la microfinance a connu une importante diversification de ses pratiques et de ses sources de financement (Servet 2006). Ainsi, certaines institutions de microfinance ont connu une intégration aux marchés financiers dominants qui s'est traduite par une rationalisation des pratiques guidées par le principe de rentabilité financière (Guérin 2015). Selon Marc Doligez, le champ de la microfinance est désormais structuré dans l'opposition entre une « logique de développement » et une « logique de marché » (Doligez 2015). Dans ce cas, c'est donc la mobilisation du dispositif par les acteurs et la compétition qu'ils se livrent qui détermine les formes concrètes du dispositif.

Les différents travaux évoqués ont en commun d'étudier la dimension politique des dispositifs d'intermédiation financière, à travers leur capacité à distribuer des ressources, mais aussi à travers les rétroactions qu'ils induisent dans les sociétés et les mondes sociaux où ils sont mobilisés. Afin

---

<sup>12</sup> Par-delà la diversité des modèles et des dispositifs, Jean Michel Servet identifie trois caractéristiques : « *le faible montant des opérations, la proximité non seulement spatiale mais aussi mentale et sociale entre l'organisation et sa population cible, et la pauvreté supposée des clients ou membres ou l'exclusion qu'ils ou qu'elles subissent* » (Servet 2006, 225).



d'analyser les formes concrètes de la « financiarisation » de l'agriculture en Afrique du sud, et plus largement des transformations du capitalisme à travers le prisme du secteur agricole, la thèse analyse le renouvellement des dispositifs d'intermédiation financière sectorielle. Le *private equity* constitue alors un objet d'étude particulièrement stimulant.

## **2. Du cadre théorique à l'objet d'étude : les filières agro-financières du *private equity***

Nous avons défini le *private equity* en introduction comme un dispositif encadrant la délégation, contractuelle et temporaire, la gestion de capitaux des détenteurs légaux à des gestionnaires privés en vue d'acquérir un portefeuille d'entreprises, ou de fractions d'entreprises, et de réaliser une plus-value finale. Toutefois les frontières du *private equity* sont difficiles à tracer. Plutôt qu'une analyse à priori, nous privilégions une définition du dispositif « en situation » qui prenne en considération la diversité de ses usages concrets. Pour cela, nous proposons une analyse du *private equity* à travers les « filières agro-financières du *private equity* » qui désignent les formes plurielles de mobilisation du dispositif par des coalitions d'acteurs en vue de valoriser le capital dans l'agriculture.

### **2.1. Le *private equity* : l'enjeu de la définition**

A la différence du trust, le *private equity* n'est pas un dispositif juridique standard et la première mention de la législation sud-africaine au dispositif date seulement de 2011. Le *private equity* est un dispositif « professionnel », porté par une communauté d'acteurs, dont les contours sont, comme pour la microfinance, un enjeu de luttes. L'association sud-africaine des professionnels du *private equity*, la *Southern African Venture Capital and Private Equity Association* (SAVCA), donne la définition suivante de cet instrument financier :

*« le private equity fournit des fonds propres à des entreprises, généralement non cotées en bourse. Le private equity peut être utilisé pour développer de nouveaux produits ou de nouvelles technologies, pour augmenter le fonds de roulement, pour financer des acquisitions ou pour renforcer le bilan d'une entreprise. Il peut aussi résoudre des problèmes de propriété et de management, la succession d'une entreprise familiale ou encore le rachat d'une entreprise par les managers expérimentés » (SAVCA et KPMG 2002, 7)<sup>13</sup>.*

Il apparaît déjà à travers cette définition que le *private equity* recouvre un ensemble disparate de pratiques financières qui partagent comme plus petit dénominateur commun l'acquisition de parts dans

---

<sup>13</sup> La traduction de cet extrait ainsi que des autres extraits de documents officiels ou d'entretiens qui apparaissent dans ce document ont été réalisés par l'auteur.

des entreprises. A l'origine, le *private equity* se distinguait des « *public equities* », c'est-à-dire l'acquisition d'actions d'entreprises cotées en bourse. Néanmoins, cette distinction n'est plus opérationnelle puisque les fonds et les firmes de *private equity* bénéficient aujourd'hui de ressources beaucoup plus importantes, notamment depuis la crise financière de 2007/2008, et investissent donc dans des entreprises cotées en bourse (Benquet 2015).

Nicolas Bédu et Matthieu Montalban dressent « une géographie du capital-investissement<sup>14</sup> » où ils distinguent deux branches du *private equity* : les opérations de capital-risque –*venture capital*– destinées à financer le développement des petites et moyennes entreprises, et les opérations de *Leverage Buy-Out* (LBO) ou « acquisition avec effet levier » en français, focalisées sur le rachat et la transmission d'entreprises matures grâce à un montage de dette<sup>15</sup>. Ainsi Fabien Foureault identifie trois caractéristiques aux opérations de LBO : une technique d'acquisition, un montage de dette et le but de la rentabilité (Foureault 2014). Cette dichotomie entre capital-risque et LBO s'appuie donc sur plusieurs éléments : la maturité des entreprises-cibles, les modes de financement, ou encore les stratégies de valorisation mises en œuvre. Le champ du *private equity* est donc éclaté entre une diversité de pratiques, de savoirs faire, d'outils et de groupes de professionnels.

Au cours des dernières années, les sciences sociales se sont particulièrement intéressées au *private equity*, et tout particulièrement au LBO. Nicolas Bédu (Bedu 2013) et Fabien Foureault (Foureault 2014)<sup>16</sup> ont tous deux réalisés une thèse de doctorat, l'un en économie et l'autre en sociologie, sur les opérations de LBO en France. Le LBO représente pour ces deux auteurs un vecteur de transformation du capitalisme et de diffusion des principes de la valeur actionnariale ; ainsi, pour Nicolas Bedu, le LBO est un « *processus de financiarisation des entreprises non-côtées* » (Bedu 2013, 60). Dans le cadre de ces travaux, le *private equity* désigne exclusivement le champ des professionnels de la finance qui se dédie aux opérations de LBO et de capital-risque.

La question s'est posée tout au long de notre recherche quant au choix de l'appellation du dispositif d'intermédiation financière observé, entre *private equity* et capital-risque d'une part, et entre les termes anglais et français d'autre part. Tout d'abord, les fonds et les firmes que nous étudions ne

---

<sup>14</sup> La traduction française la plus répandue pour désigner le *private equity*.

<sup>15</sup> Mais il existe aussi d'autres sous-catégories propres au *private equity* comme le capital-développement ou le capital-amorçage par exemple : « *Le capital-risque au sens large et le capital-développement ont de commun qu'ils participent au financement d'entreprises innovantes. On parlera de capital-développement (build up) lorsque la jeune entreprise innovante financée a atteint son seuil de rentabilité (...) Le capital amorçage est un financement d'un projet de recherche innovant qui précède la phase de création du produit* » (Bedu 2013, 334).

<sup>16</sup> Fabien Foureault s'inscrit dans une démarche sociologique en étudiant tout d'abord le champ du LBO en France à partir des opérations réalisées dans les années 2000, puis, en analysant une opération particulière pour saisir les transformations générées au niveau de l'entreprise (Foureault 2014). Nicolas Bedu dans une approche d'économie institutionnelle analyse quant à lui le développement des LBO en Europe puis il mène une analyse des effets micro-économiques du LBO sur les entreprises en ce qui concerne la performance, l'emploi et le risque de défaillance (Bedu 2013).

réalisent pas des opérations de LBO puisque la dette occupe une place très marginale dans leur montage financier. Ensuite, ils n'appartiennent pas tous aux organisations nationales ou internationales qui structurent le champ du *private equity* comme l'association SAVCA en Afrique du sud. Cependant, nous avons retenu le terme de *private equity*, parce qu'il s'agit de l'appellation la plus générique mais surtout parce que c'est le terme le plus souvent utilisé par les acteurs sur le terrain. En effet, dans nos entretiens c'est toujours par rapport au référentiel du *private equity* que les entrepreneurs financiers situent et définissent leurs pratiques.

De plus, le *private equity* correspond à une catégorie professionnelle reconnue par l'industrie financière. Il existe par exemple des divisions ou des départements dédié au *private equity* au sein des institutions financières, comme au sein de l'institution financière de développement Proparco. Le flou autour de l'appellation du dispositif illustre que le *private equity* est une « notion à géométrie variable » notamment parce que les acteurs s'affrontent pour en imposer un sens et un usage particulier d'où la difficulté d'une définition stable. Par conséquent, si cette notion de dispositif du *private equity* nous permettra d'appréhender ce qui transcende les particularismes au sein de notre panel, ce dispositif n'a de sens que par rapport à un contexte particulier.

Le dispositif d'intermédiation financière du *private equity* est mobilisé par des acteurs multiples, dotés de ressources inégales, qui créent des fonds ou des firmes singuliers. Pour analyser les usages concrets du *private equity*, nous avons choisi d'étudier « les filières agro-financières du *private equity* ». La notion de « filière agro-financière du *private equity* » rend compte de la mise en réseau d'une pluralité d'acteurs autour de la production d'un produit financier grâce à la mobilisation du *private equity* et à partir de l'agriculture.

## **2.2. Les fondements théoriques de la filière agro-financière**

Comme l'ont rappelé Philip Raikes, Michael Friis Jensen et Stefano Ponte (Raikes, Friis Jensen, et Ponte 2000), la notion de filière est apparue à l'origine dans le contexte de la recherche agronomique française afin de caractériser les chaînes de production et de commercialisation des produits-phares de l'agriculture coloniale (café, cacao). Cette notion originelle de filière accorde une importance particulière aux interdépendances entre acteurs le long de ces chaînes de production et trace des continuités entre la métropole et les colonies. L'école de la régulation s'est par la suite intéressée à cette notion, faisant des filières des « sous-systèmes » de régulation. Selon Gilles Allaire

*« la notion de filière repose en effet sur la définition d'un espace technologique et d'un champ de coordination d'acteurs, privés et publics. On peut voir dans les sous-systèmes habituellement distingués selon les formes d'entreprises (industrielles, à gestion familiale ou*

*non, artisanales) et les relations entre elles (contractuelles, de marché, de gré à gré) des formes de coordination qui reposent sur des investissements de forme les stabilisant » (Allaire 1995, 393).*

Le développement des filières, et la prolifération de règles et de conventions locales qui l'accompagne, constitue par ailleurs une remise en cause de l'architecture sectorielle.

Les filières permettent donc de penser l'émergence et la naturalisation de cadres de régulation transnationaux et transectoriels constitués autour d'un produit spécifique. On peut compléter ces deux approches en puisant dans l'analyse des réseaux sociotechniques de Michel Callon et ses collègues dans le cadre de l'étude de l'économie des qualités (Rabeharisoa, Meadel, et Callon 2000). Ici, l'attachement entre les acteurs se fait à travers les étapes successives de qualification et de requalification qui jalonnent la construction du produit financier. Dans ce cadre, le réseau et le produit sont construits simultanément et n'existent que l'un par rapport à l'autre. De plus, cette approche insiste sur le rôle des objets dans la mise en relation et la coordination entre les acteurs.

Par filière agro-financière nous entendons alors l'enchâssement d'échanges stabilisés et d'interdépendances entre une pluralité d'acteurs insérée dans des territoires et des champs professionnels multiples et dispersés en vue de valoriser le capital *à partir* de l'agriculture. Les prêts accordés par la *Land Bank* aux agriculteurs, par exemple, s'appuyaient sur un réseau d'acteurs et d'institutions : Trésor public, caisses nationales et locales de la *Land Bank*, coopératives de producteurs. En ce qui concerne les filières agro-financières du *private equity*, elles mettent en relation trois groupes d'acteurs : les investisseurs, les gestionnaires et les dirigeants d'entreprise. Mais au-delà, les filières du *private equity* prolongent leurs ramifications et intègrent d'autres groupes d'acteurs : agriculteurs, consultants, travailleurs agricoles. Ces circuits de capitaux originaux convergent tous vers l'agriculture et l'agroalimentaire d'où le choix de l'expression « agro-financière » qui vise à rendre compte de l'hybridation des acteurs, des pratiques et des savoirs issus des deux sphères sociales.

Le premier atout d'une telle approche est de pouvoir embrasser d'un seul regard la diversité des acteurs qui participent au processus de valorisation du capital. Ces acteurs sont inscrits dans des territoires particuliers avec leurs propres juridictions et leurs propres systèmes sociaux. Les filières constituent alors un espace de régulation supra-territorial et national. A la différence des « chaînes globales de valeur » (Gereffi 1994), la filière ne se réduit par à la seule question de l'articulation entre les acteurs mais constitue un espace de pouvoir, articulé aux systèmes de régulations nationaux et locaux (Raikes, Friis Jensen, et Ponte 2000). Par conséquent, cette approche permet d'analyser les interactions entre la régulation verticale des filières et les « échelles de gouvernement horizontales », en particulier le secteur. Ainsi, la filière met en relation des mondes pluriels et hétérogènes qui la formatent et qu'elle formate en retour. La notion de filière agro-financière permet donc

d'opérationnaliser notre question de recherche sur les relations et les coévolutions de la finance et de l'agriculture.

Ensuite, les filières agro-financières émergent en vue de la production d'une marchandise financière. Par conséquent, ce niveau d'analyse permet de mettre l'accent sur l'organisation du travail de production d'un actif financier particulier : la division du travail entre plusieurs sites et les étapes successives de « qualification » du produit. L'approche par les filières agro-financières reprend donc à son compte l'objectif assigné par Benoit Daviron et Stefano Ponte aux « chaînes de valeur mondiale du café » :

« cette approche permet d'identifier le lieu où sont produits des attributs de qualité particuliers et d'étudier la distribution de la valeur entre les différents acteurs » (Daviron et Ponte 2007, 53).

Enfin, cette entrée analytique permet de se poser la question des conditions politiques, économiques et sociales de la circulation et de la diffusion du *private equity*. Le succès, ou l'échec, des filières et leur stabilisation repose sur la mobilisation et l'articulation d'acteurs qui sont chacun engagé dans des rapports sociaux et des structures de pouvoir dans leur champ respectif (Bourdieu 2000). Ainsi, les ressorts et les formes de l'enrôlement des acteurs dans les filières, et leur capacité respective à se réapproprier le dispositif, renvoie largement à leur position sociale dans leur champ respectif et donc à la structure de leurs capitaux. A l'inverse, l'insertion des acteurs dans ces filières peut constituer un facteur de changement de la structure de leur champ respectif<sup>17</sup> (Boyer 2003).

Les filières sont des coalitions d'acteurs, structurées par le dispositif du *private equity*, lesquelles naissent, vivent, puis disparaissent. Cette approche par les filières agro-financières ne doit cependant pas être réifiée et la notion doit être mobilisée avec précaution. En effet, le déplacement de la « filière » de l'agriculture vers la finance implique un glissement sémantique et théorique important. De plus, les acteurs qui les composent ne s'inscrivent pas dans ce cadre abstrait et ne conçoivent pas leurs échanges avec les autres parties sous cet angle formel de la filière. En mobilisant cette notion, il s'agit donc surtout pour nous d'éclairer le processus de circulation du capital et de construction d'une coalition d'acteurs qui la permet.

---

<sup>17</sup> Robert Boyer considère le champ comme « une délimitation du monde social qui est régie par des lois et des codes propres qu'il s'agisse de université, du journalisme, du monde littéraire, artistique ou politique qui forment autant univers de connivence et de jeux de rôle » (Boyer 2003, 66). L'émergence et l'évolution historique d'un champ économique est alors le produit de la dynamique concurrentielle entre les entreprises d'une part et au sein même de ces entreprises, entre différents groupes de professionnels, d'autre part.

Les filières agro-financière sont multiples et se distinguent les unes des autres selon les acteurs qui s'y engagent et la forme du capital. Par ailleurs, les acteurs des différentes filières sont en concurrence les uns avec les autres pour capter les capitaux sur les marchés financiers et ils s'engagent donc dans des stratégies commerciales de différenciation. Toutefois dans le cadre de notre étude, les filières analysées partagent toutes deux caractéristiques : un périmètre de circulation du capital, restreint à l'agriculture et à l'agroalimentaire en Afrique du sud et en Afrique sub-saharienne d'une part ; et, le dispositif du *private equity* c'est à dire des normes et des outils de valorisation du capital d'autre part. Par conséquent, il est possible de construire un « portrait-robot » de la filière agro-financière du *private equity* afin d'une part de mieux définir notre objet d'étude, et, d'autre part, de fixer un étalon de référence afin de confronter plus tard les résultats de notre enquête de terrain.

### **2.3. Portrait-robot de la filière agro-financière du *private equity***

Les filières agro-financières du *private equity* sont à la fois une coalition d'acteurs et un circuit du capital.

#### **2.3.1. La coalition du *private equity***

Les filières agro-financières sont organisées autour de trois niveaux d'acteurs à savoir des investisseurs professionnels, des sociétés de gestion d'actifs et enfin des dirigeants d'entreprise<sup>18</sup>. Les investisseurs sont les détenteurs légaux des capitaux ; ils se distinguent des autres groupes d'investisseurs car ils sont des « professionnels » de la gestion et de l'allocation des capitaux. Selon Michel Aglietta et Sandra Rigot, les investisseurs institutionnels sont des

*« institutions financières spécialisées gérant collectivement des plans d'épargne contractuelles pour le compte de tiers avec des objectifs spécifiques de risque, de rendement et de maturité »* (Aglietta et Rigot 2009, 179-80).

Pour cela, ils composent des « portefeuilles » de titres financiers en vertu des principes de la théorie du portefeuille moderne qui préconise une diversification et une corrélation des investissements afin d'optimiser la gestion du couple risque/retour<sup>19</sup>. Néanmoins les caractéristiques de cette rentabilité varient selon la source des capitaux de ces différents investisseurs (Aglietta et Rigot 2009).

---

<sup>18</sup> Dans son étude du LBO en France, Fabien Foureault (2014) dresse lui aussi une typologie des trois groupes d'acteurs-clefs sur ce marché : les investisseurs, les banquiers et les directeurs d'entreprises. Cette distinction entre nos deux typologies tient d'une part au moindre rôle de l'endettement, et donc des banquiers, dans les pratiques de *private equity* que nous étudions. D'autre part, l'auteur prend le parti-pris de regrouper les investisseurs professionnels et les sociétés de gestion d'actifs au sein d'un même groupe d'acteurs, tandis que nous souhaitons analyser tout particulièrement le rôle des sociétés de gestion comme entrepreneurs financier.

<sup>19</sup> Le *private equity* est attractif pour les investisseurs institutionnels dans le cadre de cette logique de diversification du portefeuille, comme le rappelle Nicols Bedu : « *Les fonds de Private Equity en tant qu'actifs alternatifs à performance absolue, c'est à dire extérieurs aux marchés financiers et donc faiblement corrélés en*

Les capitaux sont investis au nom des investisseurs par des sociétés de gestion d'actifs spécialisées dans le *private equity*, et parfois dans le *private equity* « agricole ». Ces entrepreneurs financiers jouent un rôle prépondérant dans la mobilisation du *private equity* en faveur de l'intermédiation financière sectorielle en Afrique du sud. En effet, en tant qu'intermédiaires de marché ils contribuent largement à formater l'offre et la demande et à permettre leur rencontre effective (Bessy et Chauvin 2013).

Les capitaux sont investis dans des entreprises-cibles agricoles, agroalimentaires ou agroindustrielles. Les investissements prennent la forme d'une entrée au capital de l'entreprise et de la mise en œuvre d'un partenariat avec les dirigeants d'entreprises. Les dirigeants sont soit des entrepreneurs-directeurs à la tête d'entreprises dites « familiales » soit des managers professionnels pour les compagnies plus importantes et plus anciennes. Ils sont à la fois actionnaires de l'entreprise-cible et responsable de sa gestion opérationnelle. A ce titre, ils participent à la définition d'un accord de partenariat actionnarial avec les gestionnaires et ils en sont les maîtres d'œuvre.

Il faut noter dès à présent que ces groupes ne sont pas homogènes mais au contraire composés d'acteurs aux ressources et aux capitaux inégalement répartis. A travers la présentation succincte des trois groupes d'acteurs, nous pouvons déjà souligner certaines spécificités par rapport à d'autres dispositifs d'intermédiation existants dans l'agriculture en Afrique du sud :

- les banques, publiques ou commerciales, jouent un rôle très marginal dans les filières agro-financières du *private equity* ;
- l'intermédiation n'est pas cantonnée à l'espace national puisque les capitaux qui circulent viennent des marchés nationaux et internationaux et vont vers le secteur agricole sud-africain, mais aussi vers d'autres pays d'Afrique sub-saharienne ;
- les entreprises de droit privées sont les seuls bénéficiaires potentiels et l'intermédiation repose sur une alliance entre deux groupes d'actionnaires -les investisseurs institutionnels et les dirigeants d'entreprise- médiatisée par un groupe de gestionnaires professionnels.

Le *private equity* permet et formate la mise en relation des trois groupes d'acteurs que nous pouvons décomposer sous la forme d'un enchâssement de deux transactions marchandes : la délégation des capitaux des investisseurs au gestionnaire et l'acquisition d'entreprises ou de parts d'entreprise par le gestionnaire. Ainsi le *private equity* agit comme un dispositif d'appariement marchand qui assigne des

---

*termes de rendement, permettent aux investisseurs institutionnels d'obtenir un niveau suffisant de diversification de leur portefeuille » (Bedu 2013, 31).*

rôles à chacune des parties prenantes, réduisant ainsi l'incertitude, et favorisant la coordination et l'échange marchand (Bernard de Raymond 2010).

Les trois groupes d'acteurs au sein d'une même filière sont parfois issus de différents pays et la gestion de la distance physique est l'un des principaux enjeux pour la coordination des filières. Outre la distance physique, il existe aussi une distance organisationnelle, ce que l'économie financière qualifie de relation agent-principal, c'est-à-dire une inégalité en termes d'accès à l'information. Le dispositif *private equity* permet d'atténuer la distance, notamment grâce à des instruments spécifiques qui encadrent les interactions entre les acteurs comme les fonds communs de placement.

Le dispositif *private equity* est donc un répertoire d'outils, de savoirs et de réseaux qui permet la rencontre et l'appariement entre des pourvoyeurs de capitaux, les investisseurs institutionnels et des demandeurs, les dirigeants des entreprises agricoles en Afrique du sud. Le gestionnaire joue alors un rôle pivot dans la construction et le maintien de la coalition. Mais le *private equity* est aussi un dispositif de valorisation du capital qui encadre la production d'un actif financier original.

### **2.3.2. Le circuit du capital du *private equity***

La circulation du capital le long de la filière agro-financière du *private equity* repose sur des conventions et des outils spécifiques. Premièrement, les capitaux des investisseurs institutionnels sont centralisés dans une structure juridique *ad hoc*, le fonds commun de placement, laquelle est le cadre et le support de la délégation de gestion des capitaux au profit des sociétés de gestion. Les fonds de *private equity* ont souvent des durées de vie limitées dans le temps, entre 10 et 12 ans en moyenne, période au cours de laquelle les capitaux des investisseurs sont bloqués. C'est là un paradoxe du *private equity* puisque les détenteurs de capitaux abandonnent volontairement la liquidité pour une période de temps fixe, et en échange d'une rentabilité supposée supérieure à celle des actifs « classiques » comme les actions. La délégation de gestion des capitaux est motivée par une « politique d'investissement », c'est-à-dire un projet de valorisation du capital original. La production d'une politique d'investissement attractive et compétitive sur le marché du *private equity* détermine la capacité d'une société de gestion à lever des capitaux pour le fonds ou la firme.

La société de gestion a donc la main sur les capitaux sans en être jamais le propriétaire. Les capitaux sont progressivement investis dans des entreprises agricoles, agroalimentaires ou agroindustrielles en Afrique du sud et sur le continent africain afin de constituer un « portefeuille » d'entreprises. Ce rachat se fait principalement par l'acquisition d'actions auprès d'actionnaires et, plus rarement, via l'émission de nouvelles actions. Le circuit de capital du *private equity* repose donc sur deux opérations de titrisation : au niveau du fonds et au niveau de l'entreprise. L'acquisition est très largement réalisée



sur les fonds propres du fonds ou de la firme de *private equity*, et marginalement par le recours à la dette<sup>20</sup>.

Pendant 5 à 7 ans, le fonds ou la firme de *private equity* est actionnaire des entreprises au sein desquelles il est représenté au conseil d'administration par un membre de la société de gestion. Le fonds perçoit parfois les dividendes annuels des entreprises et met en œuvre une stratégie de valorisation de l'entreprise en partenariat avec les dirigeants. A ce titre le *private equity* renferme une boîte à outils originale de transformation des entreprises en vue de la valorisation des capitaux investis. Toutefois, le travail de valorisation du capital au sein des entreprises agricoles et agroalimentaires en Afrique du sud et en Afrique sub-saharienne n'est pas complètement « routinisé », mais plutôt en perpétuelle reconfiguration. Ce n'est donc pas seulement le travail de production d'un actif qui se donne à voir mais aussi, dans une certaine mesure, les capacités d'innovation des gestionnaires, c'est-à-dire les formes de réappropriation et d'hybridation du dispositif.

A l'issue de cette période, le gestionnaire revend ses parts à un repreneur, qu'il s'agisse de membres de la direction de l'entreprise, d'un conglomérat agroalimentaire, d'un fonds d'investissement ou encore à travers sa cotation sur un marché boursier. Grâce au différentiel entre le prix d'achat et le prix de revente des actions, la société de gestion peut d'une part verser une plus-value aux investisseurs et d'autre part prélever sa rémunération. Ainsi contrairement aux marchés boursiers où les actifs sont immortels, ou tout du moins stabilisés, et circulent entre plusieurs acteurs, les actifs du *private equity* ont des durées de vie limitées dans le temps et ne sont pas échangeables.

---

<sup>20</sup> Principalement à cause des risques spécifiques au secteur agricole et, en dehors de l'Afrique du sud, à la difficulté d'accès à l'emprunt.

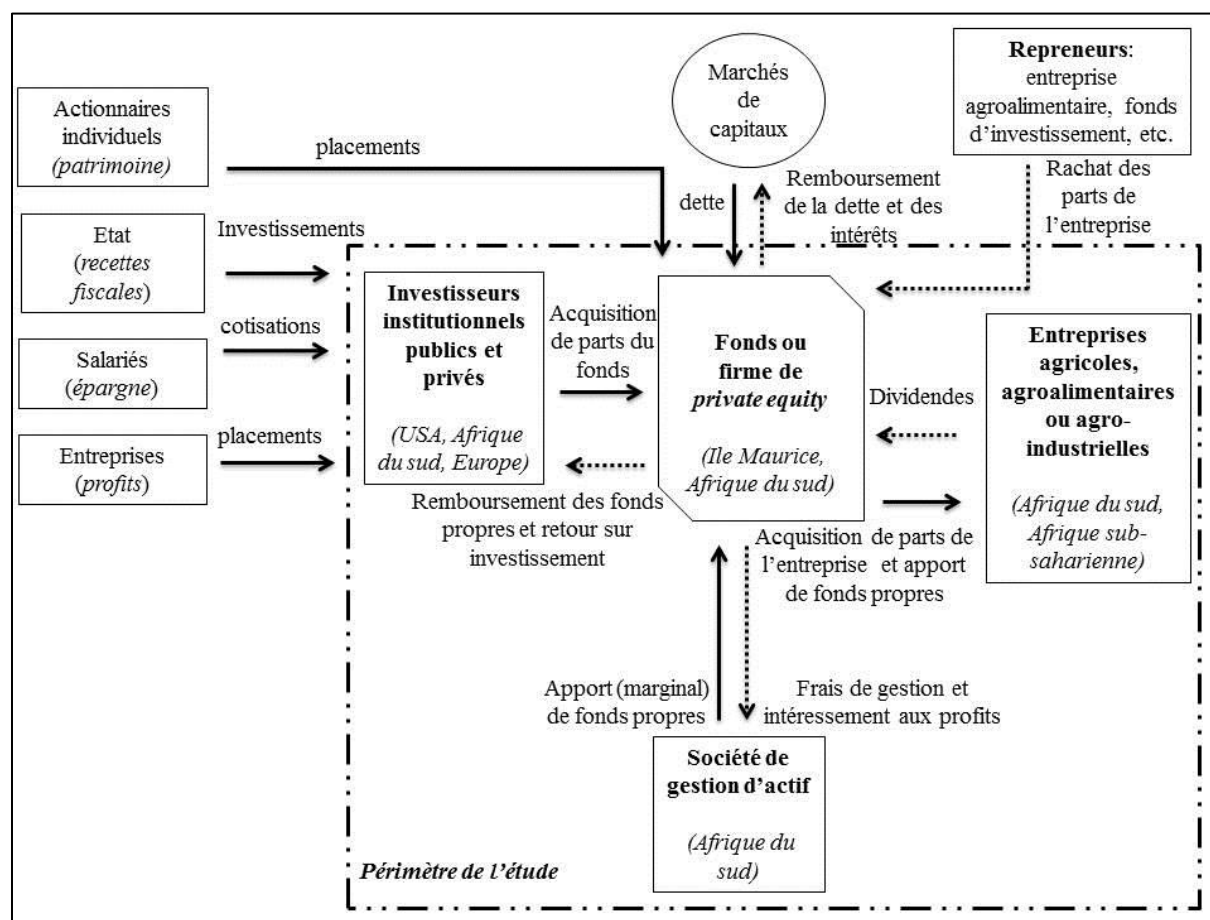


Schéma 1 : Le circuit du *private equity*

La filière agro-financière du *private equity* est donc un circuit original de circulation du capital. Tout au long du circuit, le capital connaît des mutations sous l'effet de sa circulation à des échelles différentes et dans des systèmes politiques et sociaux particuliers. La capacité des entrepreneurs financiers à mobiliser et à jongler avec les différents espaces et leur juridiction est donc primordiale dans le processus de valorisation du capital.

#### 2.4. Question de recherche et apports de la thèse

Dans les parties précédentes, nous avons défini notre objet d'étude, les filières agri-financières du *private equity*, et expliqué en quoi cet objet permettait d'analyser les modalités concrètes de la transformation du capitalisme, et notamment la dynamique de financiarisation. Par conséquent, notre travail s'organise autour de la question de recherche suivante : comment les filières agro-financières du *private equity* en Afrique du sud impactent l'organisation économique, sociale et politique de l'agriculture ?

Notre problématique mérite quelques éclaircissements. Tout d'abord, à travers cette question nous touchons à deux enjeux distincts : d'une part les leviers et les vecteurs de la transformation, c'est-à-

dire les filières agro-financières du *private equity*, et, d'autre part, les effets sur les structures économiques et sociales. A travers ce double enjeu nous tentons de combler deux limites observées dans la littérature scientifique sur la financiarisation.

Premièrement, la circulation et la reproduction du capital est un angle mort des études sociales de la finance et plus encore des études de la financiarisation. Les filières agro-financières du *private equity* permettent justement de suivre le capital et ses mutations tout au long d'un cycle d'investissement. Ainsi, on regarde la valeur en train de se faire dans la continuité des travaux d'André Orléan qui propose de

« saisir la valeur marchande dans son autonomie, sans chercher à l'identifier à une grandeur préexistante, comme l'utilité, le travail ou la rareté » (Orléan 2011, 13).

Deuxièmement, les travaux qui analysent les effets de la financiarisation au niveau méso négligent le secteur comme une « échelle de régulation » pertinente. Dans la littérature sur la financiarisation de l'agriculture par exemple, le secteur agricole apparaît comme un espace fonctionnel stable et anhistorique. A l'inverse, à partir des travaux de l'école de la régulation et de l'analyse cognitive des politiques publiques, nous considérons le secteur comme un espace de régulation et un espace de lutte intermédiaire, aux contours instables et mouvants. Par conséquent, notre analyse de la financiarisation de l'agriculture ne porte pas sur les déclinaisons locales d'un mouvement global de financiarisation, mais plutôt sur la transformation des formes de pouvoir et de domination qui caractérise cette échelle de gouvernement. Autrement dit, il s'agit d'analyser les effets de la financiarisation sur le processus de sectorisation à travers l'exemple de l'agriculture en Afrique du sud.

Ensuite, nous avons choisi d'analyser « les filières agro-financières du *private equity* en Afrique du sud ». Il s'agit alors de mettre l'accent dans l'analyse sur les formes, multiples et variables, de l'enracinement des filières et de leurs acteurs en Afrique du sud. Toutefois, l'Afrique du sud n'est souvent qu'une étape dans le circuit du capital c'est pourquoi nous ne parlons pas de « filières sud-africaines » mais des « filières en Afrique du sud ». Toutefois dans le cadre de notre sociologie de la circulation du capital, nous sommes particulièrement attentifs aux formes d'ancrages locaux des « filières globales ». A ce titre, l'entrée par l'Afrique du sud est doublement intéressante.

Premièrement, les pays du Sud en général, et l'Afrique du sud en particulier<sup>21</sup>, occupent une place marginale dans les études sur la financiarisation qui se sont focalisées sur les pays du Nord (French, Leyshon, et Wainwright 2011). Pourtant, cette économie « en transition » (Dobry 2000) depuis 1994

---

<sup>21</sup> On peut voir cependant le rapport de Susan Newman sur l'Afrique du sud réalisé dans le cadre du programme de recherche européen FESSUD (Newman 2015).

offre un terrain fécond pour étudier les transformations du capitalisme et les contradictions générées par la dynamique de financiarisation comme le montrent Ben Fine et Samantha Ashman:

*« L’Afrique du sud a un système financier large, puissant et sophistiqué, qui développe une stratégie d’internationalisation à travers l’Afrique, tandis que 37% de la population n’ont même pas de comptes bancaires et que dans le même temps persiste une crise de l’emploi et une crise de l’investissement productif ainsi que des niveaux élevés d’évasion fiscale, à la fois légaux et illégaux » (Fine et Ashman 2013, 173).*

Deuxièmement, l’Afrique du sud est une porte sur le continent africain. En effet, le pays est à l’interface des marchés mondiaux et des marchés africains, notamment par l’intermédiaire de ses conglomerats économiques et financiers qui s’implantent sur le continent (Miller 2008). Ainsi, le système financier sud-africain médiatise les flux de capitaux vers l’Afrique sub-saharienne, en particulier vers les pays limitrophes (Hall 2012 ; Greco 2015). Par conséquent, à travers les filières agro-financières du *private equity* en Afrique du sud nous analysons aussi le renouvellement des formes d’insertion du continent africain à l’économie et aux marchés de capitaux globaux (Vallée 2011).

## **2.5. Un protocole d’enquête du *private equity* et des filières agro-financières**

Afin de répondre à notre problématique, nous proposons un protocole d’enquête en trois temps : historiciser le dispositif ; étudier les filières agro-financières du *private equity* en action ; et enfin, analyser les effets de transmission.

### **2.5.1. Historiciser le dispositif**

Pour commencer, il est important d’effectuer une « sociogenèse » du dispositif *private equity*. Frederic Lordon dans son travail sur la sociogenèse du dispositif d’évaluation de l’*economic value-added* rappelle les enjeux d’une telle démarche scientifique :

*« Le retour sur la genèse offre cet inestimable avantage de restituer dans leur état natif les stratégies et les projets, les groupes sociaux qui les portent, les individus qui les promeuvent, bref toute cette activité au spectacle duquel le platonisme économique ne résiste pas un instant » (Lordon 2000, 120).*

On peut décomposer notre démarche en deux temps : ouvrir la « boîte noire » du *private equity* via un retour sur ses origines historiques; puis analyser les formes de mobilisations et de réappropriation du dispositif par des acteurs situés dans des champs sociaux particuliers.

Les dispositifs renferment des « *savoirs durcis* » mais aussi des « *controverses refroidies* » (Callon et Latour 1990) c’est-à-dire les conflits et les hiérarchies sociales qui ont marqué sa « naissance » mais

aussi sa diffusion à travers différentes sphères sociales. Concrètement, il est important de revenir sur la théorie au fondement du dispositif, c'est-à-dire les savoirs mobilisés sur lesquels celui-ci prend appui, mais aussi la réappropriation de cette théorie par des acteurs pluriels dans des périodes et des environnements pluriels ; une démarche que résume bien Valérie Boussard :

*« L'analyse des dispositifs ouvre sur les conditions de leur création et de leur circulation, en mettant au jour le processus par lequel certains acteurs ont pu faire passer leurs propres enjeux à travers le dispositif et comment alliances et compromis ont donné la forme concrète du dispositif, finalement assez éloignée de leur forme théorique »* (Boussard 2013, 6).

Il s'agit alors, dans une démarche classique de la sociologie économique, d'analyser la « puissance » des institutions à travers leur rapport aux acteurs sur des périodes longues.

Faire la sociogenèse d'un dispositif implique donc de revenir sur la configuration sociale qui a marqué ses origines, mais aussi de suivre sa circulation dans le temps et dans l'espace au cours de laquelle ses propriétés évoluent. Le *private equity* émerge dans les années 1980 aux Etats-Unis dans le cadre de la reprise en main des entreprises par leurs actionnaires avant de devenir dans les années 2000 un outil pour le développement économique notamment en Afrique sub-saharienne, puis, à la fin des années 2000, un dispositif d'intermédiation financière sectorielle en Afrique du sud. Ce cheminement doit être détaillé et analysé afin de mieux comprendre les grilles de lecture et d'interprétation du monde qui sont inscrites dans le dispositif *private equity* et qui constituent autant de ressources et des contraintes pour les acteurs. Pour cela nous serons particulièrement attentifs aux controverses et aux conflits qui émaillent le parcours du *private equity* car ceux-ci constituent autant de moments de dévoilement, de « réchauffement » de « controverses refroidies » où réapparaissent les configurations politiques et sociales qui sous-tendent le dispositif.

### **2.5.2. Les filières agro-financières du *private equity* « en action »**

Ensuite, à partir des 18 fonds et firmes de *private equity* observés et étudiés sur le terrain, nous analyserons l'émergence et le fonctionnement des filières agro-financières du *private equity*. Pour observer les filières « en action », les sociétés de gestion d'actifs constituent un site privilégié. En effet ce groupe d'« intermédiaires de marché » (Bessy et Chauvin 2013) ou plutôt d'entrepreneurs financiers (Zalio 2009) se saisit du dispositif et l'importe dans l'espace interstitiel entre finance et agriculture en Afrique du sud. Ces intermédiaires sont engagés dans des processus de « traduction » c'est-à-dire qu'ils contribuent activement à créer les conditions d'un échange entre sphères sociales

autonomes. Ces entrepreneurs financiers ne sont pas les « héros singuliers » de Schumpeter, mais plutôt des acteurs dont la structure de capitaux confère des dispositions à jouer

« de l'hétérogénéité du monde social et de l'incomplétude des ordres économiques » (Zalio 2009, 621).

L'analyse des filières du *private equity* permet de voir l'organisation du travail autour de la production d'une marchandise financière. Le travail des gestionnaires peut alors se décomposer en deux phases : une phase de commercialisation sur les marchés financiers, et une phase de « production » de valeur à travers la circulation, l'allocation et la gestion du capital. Dans le cadre du processus de production, les gestionnaires nouent des partenariats avec les investisseurs d'une part, et les dirigeants d'entreprise d'autre part. En retraçant les différentes étapes qui rythment la « vie » des filières agro-financières, nous souhaitons donc retracer la « biographie sociale d'une marchandise financière »<sup>22</sup>.

Le *private equity* est donc tout à la fois un dispositif d'intermédiation marchand et un dispositif de valorisation du capital. Le dispositif assigne des rôles, des fonctions et des hiérarchies aux acteurs au sein des filières agro-financières. Mais dans le même temps, les acteurs se réapproprient le dispositif et sont en compétition les uns avec les autres pour imposer leur conception et leur usage légitime du dispositif au sein de l'intermédiation financière sectorielle en Afrique du sud et plus largement sur les marchés financiers.

### **2.5.3. Les effets de transmission**

Les filières agro-financières du *private equity* sont donc des circuits originaux de circulation des capitaux dans l'agriculture en Afrique du sud et en Afrique sub-saharienne, lesquels se distinguent par la fin et les moyens assignés à cette circulation. Cette interface originale entre finance et agriculture fonctionne comme une courroie de transmission entre mondes sociaux hétérogènes et participent alors de leur coévolution. En effet, le *private equity* véhicule des manières de faire et des manières de voir l'agriculture.

Ces courroies de transmission mettent d'abord en relation des entreprises privées avec des coalitions d'acteurs financiers qui portent et véhiculent les principes de la valeur actionnariale comme mode de gouvernement de l'entreprise. Isabelle Chambost dans une étude sur les entreprises françaises rachetées par des fonds d'investissement a qualifié le *private equity* de « *dispositif de financiarisation* » en vertu de sa capacité à transformer les rapports sociaux au sein de l'entreprise au

---

<sup>22</sup> « Par biographie sociale de la marchandise nous désignons l'ensemble des activités de travail concrètes qui mènent progressivement la marchandise de sa conception à sa commercialisation, en passant par la production industrielle » (Ravelli 2015, 17).

profit des actionnaires (Chambost 2013). Cependant, les déclinaisons nationales et sectorielles de la financiarisation des entreprises sont fonction des configurations institutionnelles spécifiques (Dupuy, Montalban, et Moura 2011). Par conséquent, il est alors intéressant de considérer les transformations induites par « l'extension du domaine de la finance » sur les entreprises agricoles, et notamment les exploitations agricoles, en Afrique du sud et en Afrique sub-saharienne.

Mais au-delà des entreprises, l'essor des filières agro-financières du *private equity* impacte le secteur agricole dans son ensemble. Si la filière agro-financière de la *Land Bank* a fortement contribué à la sectorisation de l'agriculture au XXe siècle, la contestation de ce circuit du capital par des filières agro-financières concurrentes remet en cause « l'architecture sectorielle » de l'agriculture. Comme le souligne Olivier Vallée :

« les représentations et les pratiques qui font le cadre économique africain se trouvent bousculées par de nouveaux objets et sujets issus de la finance » (Vallée 2011, 68).

Par conséquent, il est intéressant d'analyser les répercussions des filières agro-financières sur la dynamique de sectorisation de l'agriculture en Afrique du sud.

## **2.6. Organisation de la thèse**

La thèse est organisée autour de ces trois axes de recherche.

Le chapitre I pose les fondements socio-historiques de l'analyse. Tout d'abord, les échanges entre finance et agriculture en Afrique du sud s'inscrivent dans une histoire longue, marquée notamment au XXe siècle par le rôle centrale de la *Land Bank*. Ensuite, le dispositif *private equity* s'est constitué au gré des étapes historiques qui ont marqué sa naissance puis sa circulation, jusqu'au niveau de l'intermédiation financière sectorielle en Afrique du sud.

Les chapitres II, III et IV traitent de la naissance et du fonctionnement des filières agro-financières du *private equity* en Afrique du sud. Le chapitre II présente un par un les trois groupes d'acteurs qui composent les filières : les gestionnaires, investisseurs institutionnels et les dirigeants d'entreprise. Chacun des groupes est pris dans des champs d'action spécifiques où ils occupent des positions différentielles selon la structure de leurs capitaux. Le chapitre III s'intéresse à la « naissance » des filières agro-financières du *private equity*, c'est-à-dire au travail commercial entrepris par les gestionnaires en direction des potentiels investisseurs d'une part et des dirigeants d'entreprise d'autre part. Les gestionnaires conçoivent et négocient des « politiques d'investissement » pour capter les capitaux des investisseurs, puis, ils démarchent et évaluent les dirigeants d'entreprises. A l'issue de la

phase « commerciale », les filières du *private equity* apparaissent sous la forme d'un réseau d'acteurs liés les uns aux autres par des engagements contractuels réciproques. Le chapitre IV se concentre sur le fonctionnement et la régulation des filières. En effet, la coalition entre les acteurs repose sur des mécanismes de coordination et de contrôle qui permettent notamment la réactualisation des termes du partenariat. Par ailleurs, les filières font parfois face à des crises, provoquées soit par un des membres de la coalition soit par des acteurs « extérieurs », lesquelles menacent leurs activités de production et parfois leur survie.

Les chapitre V et VI s'intéressent aux effets de transmission des filières du *private equity*. Le chapitre V décrit le processus de création de valeur entrepris par les gestionnaires à partir des entreprises-cibles et les transformations induites sur l'architecture entrepreneuriale. Le « régime de valorisation » porté par les gestionnaires est ainsi orienté vers une rationalisation financière des entreprises en vue de leur revente. Enfin, le chapitre VI analyse les transformations induites par les filières du *private equity* sur le secteur agricole sud-africain. D'une part, le modèle de développement porté par les élites sectorielles est contesté ; d'autre part, l'Etat s'engage, directement et indirectement, dans l'essor des filières du *private equity*, transformant ainsi les formes de gouvernement du secteur.

### **3. De l'objet d'étude au terrain d'enquête**

Le travail de thèse présenté ici s'est déroulé de novembre 2012 à mai 2016 dans le cadre d'un partenariat entre le Centre International de Recherche Agronomique pour le Développement (CIRAD) et le département d'économie agricole *-agricultural economics-* de l'Université de Pretoria. Au cours de la période de recherche, j'ai<sup>23</sup> effectué trois séjours en Afrique du sud: le premier de mars à septembre 2013, le second de mars à septembre 2014 et enfin le dernier pendant 4 semaines en mars 2015. Ce va-et-vient entre la France et l'Afrique du sud a structuré mon travail en délimitant les temps du terrain, en Afrique du sud, et les temps de l'analyse, en France.

Les prémices de ce travail remontent à un projet de recherche de master réalisé à l'Université de Pretoria en Afrique du sud avec le CIRAD de mars à septembre 2010. A cette occasion, j'ai mené une étude sur la restructuration du secteur agricole en Afrique du sud et notamment sur le développement de « nouveaux » modèles de financement dans l'agriculture sud-africaine postapartheid (du Castel 2010). L'hypothèse d'une « extension du domaine de la finance » (Deffontaines 2013) dans le secteur agricole, c'est-à-dire d'un rôle croissant des acteurs financiers dans l'organisation économique et sociale de l'agriculture, a guidé ce travail de master puis mon travail de thèse.

---

<sup>23</sup> Dans le cadre de ce retour sur le terrain, le « je » de l'acteur remplace le « nous » du chercheur.



Schématiquement, le travail de terrain s'est découpé en trois phases : la construction du terrain et de l'accès au terrain, l'enquête de terrain, l'analyse des données. Avant de présenter les données collectées sur le terrain, il est important de revenir sur la délimitation du périmètre de l'étude.

### **3.1. Délimiter un périmètre d'étude**

L'objet d'étude de notre thèse s'est construit empiriquement au gré du terrain et de la réflexion théorique. Selon une approche inductive, je suis parti de l'observation de fonds et de firmes d'investissement en Afrique du sud engagés dans l'agriculture pour arriver progressivement à mon objet d'étude : les filières agro-financières du *private equity*. Il est important de revenir sur le cheminement et les tâtonnements qui ont émaillé mon terrain d'enquête pour expliciter la construction d'un objet d'étude cohérent et homogène.

Le projet initial était de documenter le rôle de la finance dans les transformations du secteur agricole en Afrique du sud et les premiers mois ont donc été consacrés à l'identification et au recensement des acteurs financiers engagés dans le secteur agricole sud-africain. Si les grandes banques privées et les institutions financières de développement comme la *Land Bank* jouent aujourd'hui encore un rôle important dans le secteur, nous avons rapidement recentré notre étude sur les fonds et les firmes de *private equity*. En effet, ces véhicules financiers engagés dans l'agriculture ont connu un essor important ces dernières années en Afrique du sud (du Castel et Anseeuw 2011) et en Afrique subsaharienne (Daniel 2012). Nous nous sommes alors intéressés à ces fonds et à ces firmes comme des « nouveaux arrivants » accréditant l'hypothèse d'une financiarisation croissante de l'agriculture. Une fois ce parti pris, le travail de recensement des entités s'est néanmoins avéré long et fastidieux et ce pour trois raisons.

Premièrement, les fonds et les firmes de *private equity* en Afrique du sud ne constituent pas un champ unifié. En effet, à la différence de la France où l'agrément « fonds d'investissement » délivré par l'Autorité des marchés financiers est conditionnée à une affiliation à l'AFIC, l'association des professionnels du capital-investissement (Foureaux 2014), la législation en Afrique du sud n'est pas si contraignante. Ainsi, plusieurs sociétés de gestion de notre panel ne sont pas membre de la *South African Venture Capital and Private Equity Association* (SAVCA), soit parce qu'il s'agit d'entreprises étrangères opérant en Afrique du sud, soit parce qu'elles ne se considèrent pas, ou pas prioritairement, appartenir à l'industrie du *private equity*.

Deuxièmement, si les contours du champ du *private equity* sont difficiles à tracer, le sous-champ du « *private equity* agricole » l'est encore davantage. Tout d'abord, il n'existe pas d'organisations de professionnels à l'échelle nationale en charge de la représentation de cette classe d'actifs émergente.

Ensuite, les acteurs du *private equity* engagés dans l'agriculture sont soit des « spécialistes », soit des « généralistes » investissant dans tous les secteurs économiques dont l'agriculture. Enfin, ils portent et véhiculent des conceptions différentes de l'agriculture qui se traduisent par des mécanismes d'allocation et de gestion multiples et variés. En effet, parmi les fonds et les firmes de notre panel, les « investissements agricoles » recouvrent les exploitations agricoles, les petites et moyennes entreprises agroalimentaires, ou encore les grosses entreprises de services agricoles. Nous avons donc fait le choix de laisser les acteurs définir eux-mêmes les frontières de l'agriculture et des « investissements agricoles ».

Troisièmement, le projet de recherche initial était focalisé sur les investissements dans l'agriculture sud-africaine. Pourtant il est rapidement apparu que les filières agro-financières du « *private equity* agricole » font circuler le capital à l'échelle globale. En aval, les fonds et les firmes n'investissent pas tous et pas exclusivement dans l'agriculture sud-africaine et ils s'engagent aussi souvent dans les agricultures en Afrique sub-saharienne; en amont, les institutions financières sud-africaines sont minoritaires parmi nos investisseurs. Cependant, l'Afrique du sud constitue un point de passage obligatoire pour ces circuits de capitaux notamment au niveau des sociétés de gestion d'actifs. Par conséquent, nous nous sommes concentrés sur les filières agro-financières du *private equity* gérées depuis l'Afrique du sud.

Pour construire notre panel d'étude, nous avons identifié au cas par cas des fonds et des firmes de *private equity* en Afrique du sud engagés dans l'agriculture. La phase d'identification a été conduite au fur et à mesure, par « capillarité », puis complétée par des recherches sur internet et dans les principales bases de données qui répertorient les acteurs financiers comme Prequin. Au cours du travail préliminaire de recensement nous avons répertorié 48 fonds ou firmes de *private equity*, actifs dans l'agriculture en Afrique du sud et en Afrique sub-saharienne. A partir de cette première liste, nous avons retenu 18 fonds ou firmes pour lesquels nous avons mené des études plus qualitatives. Dans le tableau en annexe 1, nous présentons nos 18 études de cas en précisant pour chacune l'identité des investisseurs et du gestionnaire, les entreprises de leur portefeuille, leur année de création, leur capitalisation, et enfin leur statut juridique et leur politique d'investissement. Il faut souligner que, au-delà de ce tableau, la quantité et la qualité des informations collectées est très inégale d'un fonds à l'autre. C'est l'une des raisons pour lesquelles nous avons choisi d'étudier un nombre relativement important de fonds et de firmes afin de comparer les pratiques et de dépasser les manques de données sur les différents pans de leur activité. Si les autres fonds et firmes occupent une place plus

périphérique dans cette étude, nous nous y référerons ponctuellement notamment pour compléter et confronter nos données<sup>24</sup>.

Le panel de fonds et de firmes de *private equity* sur lequel s'appuie cette étude ne prétend donc pas à l'exhaustivité. En effet, l'objectif était davantage de construire un panel qui nous permette de réaliser des comparaisons pour identifier les caractéristiques communes et les différences saillantes. Ce panel d'entreprise constitue à notre sens un des atouts, et une des difficultés, du travail car il regroupe un ensemble hétérogène de fonds et de firmes de *private equity* sur la base de leur engagement commun dans l'agriculture, et non selon les catégories et des classifications immédiatement disponibles et produites par l'industrie financière du *private equity*.

### 3.2. Description des données collectées

Trois types de matériaux ont été collectés au cours du terrain d'enquête : des observations directes, des entretiens qualitatifs et de la littérature grise.

Le « sous-terrain » (Ghasarian 2004), c'est-à-dire la période exploratoire, a été l'occasion de définir et un périmètre d'étude mais aussi d'appréhender les réalités sociales, économiques et politiques de notre terrain. En ce qui concerne mon rapport à l'Afrique du sud par exemple, les premiers séjours ont été un temps de

« reconnaissance et de compréhension, voire même d'incorporation de ses règles, normes et valeurs dominantes » qui ont permis lors de la suite du terrain « d'observer et prendre en compte les écarts à ces repères normatifs » (Barral 2012, 152).

Ce temps longs de la reconnaissance s'est donc avéré fondamental pour la contextualisation de l'objet d'étude. Par ailleurs, le sous-terrain a été l'occasion de poser les jalons de l'accès au terrain. Dès l'origine de mon projet de recherche, j'ambitionnais de réaliser des observations *in situ* au sein des fonds et des firmes de *private equity* afin d'observer le travail quotidien qui sous-tend la circulation du capital. Le projet d'observer la finance « en train de se faire » doit beaucoup à l'apport de travaux de sciences sociales qui ont privilégié cet accès aux terrains de la finance (Ortiz 2008; Deffontaines 2013). De par mon ancrage en Afrique du sud, les sociétés de gestion d'actifs sont rapidement apparues comme des portes d'entrée privilégiées, toutefois l'accès à ces sociétés s'est souvent avéré

---

<sup>24</sup> A ce titre, plusieurs fonds ou firmes de *private equity* qui ne figurent pas dans le tableau en annexe 1 ont fait l'objet d'un travail d'enquête non moins minutieux comme par exemple : Moringa Fund, Adenia Partner, Voxtra Fund, African Agricultural Capital Fund, Investisseurs et Partenaires ou encore le Actis Africa Agribusiness Fund etc.

compliqué. D'une part, les acteurs du *private equity* entretiennent une forte culture du secret pour, disent-ils, se protéger de la concurrence ; d'autre part, ma méconnaissance initiale des outils et des cadres d'analyse propres au *private equity* a constitué un obstacle rédhibitoire à toute tentative d'« infiltration ». Néanmoins, je suis parvenu à réaliser deux « stages<sup>25</sup> » au sein de deux sociétés de gestion d'actifs : au sein de la société russellwater à Pretoria, où j'ai été « embauché » pendant 6 semaines de mai à juin 2013 ; puis au sein de la société FUU au Cap, de mai à juin 2014 pendant 5 semaines.

Le premier stage à russellwater a été possible grâce à la médiation d'un professeur du département d'économie agricole de l'université de Pretoria qui exerçait auparavant les fonctions de directeur financier au sein de la société. Par ailleurs, j'ai bénéficié d'un contexte très favorable puisque l'équipe de gestion avait décidé de « s'ouvrir » vers l'extérieur afin de répondre aux critiques formulées à son encontre par l'association américaine Oakland Institute dans le cadre d'une campagne contre l'accaparement foncier en Afrique (Oakland Institute 2011a ; 2011b). En m'ouvrant leurs portes, les gestionnaires cherchaient donc à prouver et à mettre en scène leur transparence.

Au cours de cette période, j'ai réalisé une étude du marché de l'investissement agricole en Afrique sub-saharienne pour le compte de la société de gestion. Mon travail consistait donc à recenser les différents investisseurs à partir des informations disponibles sur internet. Pendant les 6 semaines, j'ai été accueilli dans l'*open-space* où étaient regroupés tous les employés de la compagnie<sup>26</sup>. Au cours de cette période, dirigeants et salariés ont « joué le jeu » en m'invitant à assister aux principales réunions qui rythment la vie de la société et en acceptant mes demandes d'entretiens individuels. Ainsi, la société russellwater a été un site privilégié pour l'observation du travail quotidien propre à la gestion d'actifs « agricoles », en particulier la modélisation et évaluation des actifs, et, les réunions avec l'investisseur et avec les managers de terrain.

Le deuxième « stage » a eu lieu un an plus tard dans la société de gestion FUU, basée au Cap, grâce aux contacts noués lors de la première année<sup>27</sup>. Pendant 5 semaines au total, j'ai été chargé de conduire des recherches sur les méthodes d'évaluation financière des impacts environnementaux et sociaux pour les investissements dans l'agriculture. En effet, la société FUU, déjà fortement engagée dans la communauté de « l'investissement d'impact », souhaitait développer ses propres outils d'évaluation

---

<sup>25</sup> Il est important de préciser que je n'ai perçu aucune rémunération de la part des deux sociétés de gestion pour ces « stages ».

<sup>26</sup> Des 2 chargés d'investissements jusqu'aux employés du back-office, exception faite du directeur exécutif et du directeur financier qui avaient chacun leur propre bureau.

<sup>27</sup> En 2013, lors de notre précédent séjour en Afrique du sud, nous avons réalisé un entretien avec le partenaire senior de la société FUU en évoquant avec lui la possibilité d'un stage chez eux. Après de nombreux échanges de mails, cette opportunité s'est concrétisée.

afin d'attribuer une valeur monétaire à leurs programmes environnementaux et sociaux, d'où l'idée d'engager un « universitaire ». Le champ d'observation était cette fois-ci plus circonscrit puisque j'ai été accueilli dans un bureau réservé aux stagiaires, mais aussi parce que dans le cadre de ma mission, mes interactions avec les salariés concernaient principalement le personnel –périphérique au sein de la société- dédié à la gestion des impacts environnementaux et sociaux. Néanmoins, grâce à ma présence quotidienne, j'ai pu échanger de manière informelle avec les dirigeants et les salariés et me familiariser avec les enjeux de leur travail quotidien.

Les deux sessions d'observation semi-participante m'ont donc permis d'appréhender les ressorts concrets du travail de gestion d'actifs dans le secteur agricole et d'analyser la finance comme un ensemble de pratiques et de représentations professionnelles qui transcendent les organisations. En effet, j'ai pu observer et comparer à un an d'intervalle l'organisation du travail et les pratiques professionnelles dans deux sociétés de gestion distinctes, engagées avec différents profils d'investisseurs et investissant dans différents types d'actifs agricoles. Cette méthode comparative a été appliquée tout au long de la thèse afin de transcender les particularismes pour saisir les rouages du circuit du *private equity*.

En complément des observations directes réalisées lors de nos deux « stages », 109 personnes ont été interrogées dans le cadre d'entretiens qualitatifs (voir en annexe 2 la liste des entretiens<sup>28</sup>). Les entretiens ont été réalisés en Afrique du sud, en situation de « face à face » à chaque fois que c'était possible, ou bien par téléphone lorsque les personnes interrogées étaient trop éloignées ou trop occupées. Mais des entretiens ont aussi été conduits lors de nos retours en France, également par téléphone ou en situation de « face à face ».

Tout d'abord, 43 entretiens ont été conduits avec 36 salariés des sociétés de gestion d'actifs agricoles (partenaires seniors, chargés d'investissement). Lorsque c'était possible, plusieurs entretiens espacés dans le temps ont été réalisés avec les mêmes personnes afin de mesurer l'évolution des pratiques et des représentations professionnelles dans le temps et de suivre les dossiers les plus intéressants pour notre étude<sup>29</sup>. Dans le cadre de notre approche « transversale », nous ne nous sommes pas cantonnés

---

<sup>28</sup> L'annexe 2 regroupe les entretiens réalisés selon le type d'entreprise ou d'institution à laquelle les personnes interviewées appartiennent (investisseurs institutionnels, société de gestion, entreprises-cibles, compagnie de consultance et de services agricoles, autorités de régulation et associations de professionnels). Par ailleurs, l'annexe 3 détaille les guides d'entretien utilisés pour les trois premiers groupes d'acteurs.

<sup>29</sup> C'est le cas par exemple de la question des occupants sur les exploitations agricoles détenues et gérées par russellwater pour laquelle des entretiens ont été réalisés en 2013, 2014 et 2015 avec les chargés d'investissement de la société de gestion (voir chapitre IV).

aux partenaires et aux chargés d'investissement des sociétés de gestion dans lesquelles nous avons réalisé un stage, mais nous avons essayé d'élargir le plus possible le panel.

Afin d'étudier l'intégralité des filières agro-financières du *private equity*, les entretiens réalisés concernent en priorité deux autres groupes d'acteurs : les salariés des organisations d'investisseurs institutionnels (chargés d'affaire, chargés d'investissement) et les dirigeants des entreprises-cibles (directeurs exécutifs, directeurs financiers, managers agricoles). En ce qui concerne les investisseurs institutionnels, il a été possible d'effectuer 16 entretiens auprès des salariés des institutions financières de développement, en Europe et en Afrique, engagés dans les fonds et les firmes de *private equity* de notre panel. Grâce au réseau du CIRAD et de l'université de Pretoria, les portes se sont ouvertes plus facilement au sein de ces institutions financières publiques, puis, « l'effet boule de neige » nous a ensuite permis d'identifier et d'interroger de nouveaux interlocuteurs au sein des organisations connexes<sup>30</sup>. En revanche, l'accès aux investisseurs institutionnels privés s'est avéré beaucoup plus difficile parce qu'ils sont beaucoup moins visibles d'une part, et beaucoup plus réticents à communiquer sur leurs activités d'autre part. Ainsi, seuls deux entretiens ont été réalisés auprès d'investisseurs privés. 33 entretiens ont été menés avec des dirigeants ou des managers, et des visites sur les sites des entreprises-cibles sud-africaines ont été effectuées lorsque nous y étions invités. L'objectif initial était de rencontrer et de conduire des entretiens avec le personnel des entreprises au sens large. Cependant, nous sommes très peu parvenu à conduire des entretiens avec les salariés et les travailleurs des entreprises en dehors des dirigeants et des managers les plus hauts placés notamment en raison de l'encadrement de nos visites. Lorsque les entreprises étaient situées en dehors d'Afrique du sud, les entretiens ont été effectués par téléphone, là encore exclusivement avec les dirigeants.

Grâce aux entretiens réalisés en amont et en aval de la société de gestion, l'objectif était de conduire une « analyse multi-située » (Marcus 1995) et de déplacer le regard au niveau des différents acteurs qui composent les filières du *private equity* (investisseurs, gestionnaires d'actifs, dirigeants d'entreprises) afin de comprendre les ressorts de leur engagement d'une part et les transformations induites au sein de leurs organisations et de leurs champs respectifs d'autre part.

Enfin, nous avons rencontré et interrogé 22 personnes, salariées ou engagées dans des entreprises et des institutions périphériques aux filières agro-financières du *private equity* :

- des consultants indépendants, des auditeurs ou des prestataires de services qui travaillent avec les acteurs des filières et leur permettent concrètement d'interagir ;

---

<sup>30</sup> C'est particulièrement le cas pour les institutions financières de développement qui entretiennent des liens institutionnels et personnels fort entre elles. A partir des premiers contacts au sein de l'Agence française de développement, nos interlocuteurs successifs nous ont orientés vers d'autres départements et institutions.

- des représentants des autorités de régulation sud-africaines (*Financial Service Board*, *Competition Commission*) afin de recueillir leur perception à l'égard de l'essor des fonds et des firmes de *private equity*.

Enfin, nous avons collecté tout au long de ce parcours de thèse une abondante littérature grise qui émane des sociétés de gestion de notre panel (rapports annuels, matrice financière d'évaluation, brochures commerciales). Cette littérature grise complète nos observations et nos entretiens puisque l'on y trouve d'une part la représentation que les sociétés véhiculent d'elles-mêmes, et d'autre part les outils utilisés pour la gestion d'actifs agricoles. Par ailleurs, toute une « littérature d'influence » (Foureault 2014) est produite par des associations de professionnels de l'investissement (SAVCA), des institutions de développement (Banque mondiale) ou des consultants (cabinet d'audit, cabinet de droit des affaires). Cette littérature d'influence adressée aux potentiels investisseurs, aux décideurs politiques et aux médias fait la promotion des investissements dans l'agriculture et émet des recommandations sur les meilleures pratiques.

Nous mobilisons donc principalement trois types de matériaux : nos observations directes, des comptes rendus d'entretiens et enfin une littérature grise issue des sociétés de gestion et de l'industrie du *private equity*. L'assemblage de ces divers matériaux, les observations et les entretiens, permet de confronter les discours et les pratiques et ainsi d'enrichir l'analyse de la rationalité des acteurs (Bongrand et Laborier 2005).

Si c'est à partir de notre terrain d'enquête que nous avons construit la problématique de notre thèse, nous nous sommes aussi engagés dans un va et vient permanent entre empirie et théorie. En effet, les données qualitatives récoltées sur le terrain ont été confrontées à la littérature existante qui en retour nous a permis de problématiser, et parfois de réorienter, notre recherche empirique. Par exemple, c'est le « recyclage » d'un personnel issu des institutions financières de développement dans les fonds et les firmes de *private equity* de notre panel qui est venu relativiser la soi-disant nouveauté de ces formes d'intermédiation financière, affirmée dans la littérature sur la financiarisation de l'agriculture, et nous ont encouragé à inscrire ces transformations dans une dynamique historique de plus long terme.

# **Chapitre 1 : De la *Land Bank* au *private equity* : Analyse socio-historique des dispositifs d'intermédiation financière dans l'agriculture en Afrique du sud**

---

Avant de s'intéresser aux usages concrets du *private equity* à l'interface des marchés financiers et du secteur agricole sud-africain, il est important d'analyser les conditions historiques qui ont permis sa diffusion dans cet espace interstitiel particulier. Ce retour sur les origines concerne premièrement l'intermédiation financière dans l'agriculture sud-africaine et deuxièmement le dispositif du *private equity* lui-même.

Premièrement, le secteur agricole se caractérise dès la fin du XIX<sup>e</sup> siècle par l'originalité des acteurs et des dispositifs d'intermédiation financiers sectoriel qui organisent l'allocation et la circulation des capitaux, lesquels constituent progressivement un sous-champ autonome. L'analyse historique de ce sous-champ permet d'une part de saisir sur le long terme les rapports de force qui structurent cet espace social et les dynamiques historiques qui permettent et contraignent l'émergence du *private equity* au début du XXI<sup>e</sup> siècle. Par ailleurs, nous analyserons l'évolution dans le temps des interactions entre ce sous-champ particulier et le secteur agricole, autrement dit les liens entre les dispositifs d'intermédiation financiers et la dynamique de sectorisation, ou à l'inverse de déssectorisation, de l'agriculture (Muller 1984). Cette perspective historique nous permettra alors de mieux comprendre, dans les chapitres suivants, la rupture induite par l'émergence du *private equity* sur l'organisation économique et sociale de l'agriculture.

Deuxièmement, le *private equity* est « importé » dans le champ de l'intermédiation financière agricole en Afrique du sud et nous mèneront donc une généalogie du dispositif en revenant sur les différentes étapes de sa circulation dans le temps et dans l'espace. A travers cette généalogie, nous souhaitons « ouvrir la boîte noire » du dispositif, c'est-à-dire revenir sur les « savoirs durcis » et les « controverses » qu'ils renferment (Callon et Latour 1990), lesquels conditionnent les usages qu'en font les acteurs. Tout d'abord nous reviendrons sur les « racines » historiques du *private equity*, puis nous le suivrons jusqu'à l'émergence d'un champ du *private equity* sud-africain d'une part, et un champ du *private equity* agricole d'autre part.



## 1. Le champ de l'intermédiation financière agricole en Afrique du sud au XXe siècle

### 1.1. La Land Bank et la naissance d'une agriculture commerciale moderne (1870-1948)

Fondé comme comptoir colonial, la colonie du Cap est tournée tout au long des XVIIe et XVIIIe vers l'approvisionnement des convois maritimes sur la route des Indes<sup>1</sup>. A partir de 1820 la demande intérieure agricole augmente régulièrement sous l'effet de l'arrivée de nouveaux colons<sup>2</sup> et du développement des villes (Fauvelle-Aymar 2006). Au cours de la première moitié du XIXe siècle, la production agricole est de plus en plus assurée par des fermiers et des métayers africains et coloured<sup>3</sup> qui exploitent les propriétés détenues par des colons (Bundy 1979). A partir des années 1870, l'agriculture sud-africaine va connaître d'importantes transformations à la suite de la découverte des mines de diamants et d'or à Kimberley (1870) puis dans le Witwatersrand (1886). Premièrement, la découverte de ces gisements va entraîner une nouvelle hausse de la demande en produits agricoles et donc une hausse des prix qui va rendre plus attractive la production agricole. Deuxièmement pour répondre à la demande en main d'œuvre salariée et bon marché des industries minières, les gouvernements des colonies mirent en œuvre des politiques de « prolétarianisation du monde rural » notamment en restreignant leur accès au foncier agricole<sup>4</sup> ou en généralisant dans les réserves africaines le prélèvement d'un impôt en espèce sur chaque foyer, le *Hut Tax*, qui contraint les populations africaines à s'engager dans le salariat (Cochet 2015).

Les années 1870 voient l'apparition d'une « agriculture commerciale blanche et moderne »<sup>5</sup> en Afrique du sud. Ce modèle de production repose sur des exploitations agricoles familiales détenues et gérées par des agriculteurs blancs et sur la mobilisation d'une main d'œuvre salariée africaine. Néanmoins, la rapidité et l'intensité de ces transformations varie d'une colonie à l'autre<sup>6</sup>. En effet, il

---

<sup>1</sup> C'est en 1652 que la compagnie unifiée des Indes Orientales fonde une station de ravitaillement dans la baie du Cap (Fauvelle-Aymar 2006).

<sup>2</sup> Notamment les « colons de 1820 », 5000 colons britanniques envoyés par le gouvernement britannique dans la colonie du Cap (Fauvelle-Aymar 2006).

<sup>3</sup> Nous reprendrons dans ce travail les termes génériques utilisés par Francois-Xavier Fauvelle-Aymar pour désigner les différents groupes ethniques qui composent la population sud-africaine dans son ensemble (Fauvelle-Aymar 2006). L'appellation « africain » recouvre alors les différents groupes ethniques « bantous » issus de l'Afrique centrale (Xhosas, Zoulous, etc.) par opposition aux « blancs » (Afrikaners et anglophones) issus de l'immigration européenne, aux « coloured » issus des populations autochtones bushmen et des métissages avec les esclaves en provenance d'Asie du sud-est, et enfin aux « indiens ».

<sup>4</sup> C'est par exemple le cas des « *Location Acts* » adoptés entre 1876 et 1884 qui rendent illégal le fermage et le métayage par des africains. Ces mesures sont par ailleurs une réponse aux craintes des petits agriculteurs blancs face à la montée de la paysannerie africaine.

<sup>5</sup> Dans la littérature sud-africaine, l'expression « agriculture commerciale » s'apparente à « *une activité marchande à temps plein pratiquée sur une propriété privée individuelle* » (Anseeuw 2011, 320). La littérature sur le sujet oppose souvent l'agriculture commerciale, blanche et moderne, à « l'agriculture de subsistance » qui s'est développée dans les réserves des populations africaines (Cochet, 2015).

<sup>6</sup> Ainsi, si les agricultures du Natal (sucre) et du Cap (fruits et le vin) se modernisent très vite de par leurs liens étroits avec l'impérialisme britannique, l'agriculture au centre du pays, au Transvaal et dans l'état d'Orange,

faut attendre la fin de la guerre des Boers (1899-1902) et le regroupement des colonies au sein de la nouvelle Union sud-africaine, formée en 1910, pour voir un tel modèle se généraliser dans le cadre des premières politiques publiques nationales. Le gouvernement de l'Union va alors prendre plusieurs mesures en faveur d'une « agriculture commerciale blanche » dans le cadre de la politique de réconciliation entre afrikaners et anglophones<sup>7</sup>. Parmi les mesures les plus emblématiques on peut mentionner entre autre l'adoption en 1912 du *Land Bank Act*, suivi un an plus tard du *Natives' land Act*<sup>8</sup>. D'une part, ces mesures poussent les derniers paysans africains vers le salariat et garantissent ainsi aux mines et aux agriculteurs blancs l'accès à une main d'œuvre bon marché. D'autre part, elles reconnaissent l'exploitation familiale et commerciale comme le modèle de production agricole de référence. L'avènement de ce modèle qui perdurera tout au long du XXe siècle s'inscrit à la fois dans un « régime » de capitalisme national original et dans le projet politique d'une « nation blanche » au lendemain de la guerre des Boers. Ces premières mesures marquent aussi l'émergence de politiques publiques agricoles qui se dotent de leurs propres instruments à commencer par la *Land Bank* qui centralise les financements au secteur.

Dans la première moitié du XXe siècle, les agriculteurs commerciaux blancs vont se constituer en groupe politique influent notamment à travers leur syndicat, le *South African Agricultural Union* (SAAU), et la création d'un réseau de coopératives de producteurs. Les agriculteurs constituent une clientèle électorale dont l'appui est recherché en particulier par les partis nationalistes afrikaners. La victoire électorale en 1924 d'une coalition de partis nationalistes afrikaners face au parti sud-africain modéré se traduit entre autre par l'octroi d'importantes subventions aux agriculteurs en particulier dans les régions du centre où sont concentrés les agriculteurs afrikaners producteurs de céréales<sup>9</sup> (Anseeuw 2011). Mais c'est lors de la « grande dépression », à partir de 1929, que le gouvernement s'engage dans une politique de soutien financier systématique au secteur agricole (Minnaar 1990).

Le poids de la profession agricole s'explique aussi par le développement d'un mouvement de nationalisme économique afrikaners (O'Meara 2009)<sup>10</sup>. Emmené par une petite bourgeoisie urbaine

---

reste jusqu'au début du XXe siècle une agriculture de rente, ou les propriétaires terriens Afrikaners reçoivent un loyer d'un métayer noir (O'Meara 2009).

<sup>7</sup> En faisant un parallèle avec les Etats-Unis au lendemain de la guerre de sécession, Francois-Xavier Fauvelle-Aymar souligne que cette réconciliation s'est faite autour du projet d'une « nation blanche » et pose déjà les fondements des politiques ségrégationnistes de l'apartheid (Fauvelle-Aymar 2006).

<sup>8</sup> Cette loi interdit aux non blancs de posséder de la terre et de devenir agriculteur ; d'autre part, elle instaure la politique des réserves avec l'objectif de regrouper les populations africaines sur des territoires correspondant à 7,3% de l'ensemble du pays au sein desquels les chefs traditionnels ont toute autorité pour l'allocation des terres. Les africains ne pouvaient vivre sur des territoires alloués aux blancs que si ils y étaient employés en tant que salariés. Pour un large panorama des lois adoptées contre l'agriculture commerciale africaine, voir Cochet 2015 et Anseeuw, Liebenberg, et Kirsten 2015.

<sup>9</sup> Néanmoins selon Dan O'Meara les politiques agricoles de ce « gouvernement du pacte » portait déjà une contradiction entre la promotion d'une agriculture commerciale moderne et le maintien des petits agriculteurs blancs sur leurs exploitations (O'Meara 2009).

<sup>10</sup> Pour O'Meara c'est dans le cadre de ce « mouvement économique » que s'est construit une idéologie raciale à même de dépasser les conflits de classe entre la bourgeoisie et le prolétariat blanc. Nous reprenons dans ce travail

notamment autour de la ville du Cap, ce nationalisme économique cherche à promouvoir les intérêts des afrikaners dans l'économie nationale en particulier face aux principaux conglomerats miniers détenus par les réseaux économiques de l'impérialisme britannique. Des institutions financières comme la compagnie d'assurance Sanlam (Verhoef 2008)<sup>11</sup> se crée dans le but de favoriser l'émergence d'un « volkskapitalism », le capitalisme des afrikaners. A ce titre, le secteur agricole joue un rôle prépondérant car Sanlam mobilise l'épargne des agriculteurs<sup>12</sup>, en particulier ceux du Cap, sous la forme d'assurance vie pour promouvoir les entreprises Afrikaners dans l'industrie notamment (O'Meara 2009).

Si le secteur agricole alimente largement ces circuits de capitaux nationalistes dans la première moitié du XXe siècle, le financement des cycles de production agricole d'une part et la « modernisation » des exploitations d'autre part repose sur deux autres sources de capitaux : l'autofinancement et les banques privées et publiques. Les capitaux internes, c'est-à-dire l'épargne des agriculteurs, sont prépondérants dans le développement du secteur. Toutefois le développement de l'agriculture commerciale va de pair avec la circulation au sein du secteur de « capitaux externes » en particulier grâce à l'intermédiation bancaire.

Ces capitaux proviennent tout particulièrement de la *Land Bank*, une banque publique nationale et sectorielle instauré par le *Land Bank Act* de 1912<sup>13</sup>. Cette institution bancaire sectorielle reçoit au départ pour mandat d'octroyer aux agriculteurs des prêts hypothécaires de long terme ; puis progressivement, la Banque va développer son activité sous la forme de prêts de courts et de moyens termes directement aux agriculteurs mais aussi à leurs coopératives agroindustrielles<sup>14</sup> (Jacobs 2013). Cette banque est à l'origine financée grâce au regroupement du capital des différentes banques

---

la notion de « mouvement nationaliste » utilisée par O'Meara sans méconnaître les débats qui portent sur la pertinence de l'usage d'une telle notion pour qualifier un mouvement ethnique (Poutignat et Streiff-Fenart 1995).

<sup>11</sup> Suivie par les banques de dépôt, « Volkas Bank » en 1934, et d'investissement « Federaal Volk's Investment » en 1939.

<sup>12</sup> A ce titre la création des premières coopératives à partir du *Cooperative Act* de 1922 permet de centraliser cette épargne.

<sup>13</sup> Il existait néanmoins d'autres pourvoyeurs de capitaux au secteur agricole, à commencer par les banques commerciales, nationales et locales. Dès le XIXe siècle, des banques locales apparaissent dans les communautés rurales notamment dans la province du Cap, dominées par l'activité agricole, afin de fournir aux producteurs leur fonds de roulement (Jones, Vivian, et Vink 2010). Cependant celles-ci étaient particulièrement exposées aux variations des cours des produits agricoles puisque leurs activités étaient concentrées par régions et par produits agricoles. Ce marché bancaire sud-africain reste donc particulièrement précaire jusqu'à la découverte des mines d'or qui marque l'arrivée des grandes banques impériales britanniques notamment Standard Bank en 1863. De plus, il existait tout une gamme de « sources non-bancaire de financement » (Jacobs 2013), c'est-à-dire un marché informel de l'emprunt qui complétait et prenait le relais du circuit formel notamment lors des périodes de récession.

<sup>14</sup> Parmi les produits offerts par la banque à son origine on peut mentionner les « *charge loans* » pour le financement de réservoirs, de silos ou de clôtures ; les « *instalment loans* » pour la construction de granges ; les « *cash credit accounts* » des prêts de 5 ans pour le financement des activités de production (Jacobs 2013). La banque soutenait aussi les exportations agricoles et pour cela ouvrit en 1925 un bureau à Londres.

provinciales<sup>15</sup>, grâce à l'octroi de crédits publics exceptionnels –*parliamentary appropriations*–, aux emprunts auprès des banques commerciales, au réinvestissement de ses profits et enfin via la mobilisation des dépôts de moyen et long terme (Jacobs, 2013). La *Land Bank* est sous la tutelle du ministère des finances et ses dirigeants sont responsables devant le parlement ; par ailleurs la banque n'est soumise ni au *Bank Act* ni à l'*Income Tax Act*, et à ce titre, elle bénéficie d'exemptions fiscales conséquentes par rapport aux banques commerciales.

La *Land Bank* joue un rôle prépondérant comme instrument de politique publique dans la poursuite du double objectif assigné aux politiques agricoles. D'une part, elle est un levier majeur de la « modernisation » du secteur agricole dont elle finance les gains de productivité via la mécanisation notamment. D'autre part, elle soutient les plus petits producteurs blancs notamment en période de récession. Par exemple, en 1933 lors de la récession, le gouvernement octroie 8 millions de livres supplémentaires à la banque pour racheter auprès des créanciers privés les hypothèques sur les fermes. Progressivement la banque s'impose comme canal privilégié de l'action publique sectorielle qu'il s'agisse de « *consolider des dettes, de faire des avances aux agriculteurs au nom du gouvernement et d'octroyer les subventions gouvernementales* » (Jacobs 2013, 21). Cette institution bancaire voit progressivement ses prérogatives élargies<sup>16</sup> et s'impose de cette façon comme interface entre le secteur agricole et les marchés financiers grâce à la médiation de l'Etat.

Dans le même temps, les coopératives de producteurs s'insèrent et se développent dans les circuits de capitaux de la *Land Bank* en amont et en aval de la production agricole. En effet, l'émergence des premières coopératives dès le lendemain de la guerre permet de centraliser les flux de capitaux que ce soit pour le financement de la production ou la vente des produits agricoles. Puis, le *Cooperative Societies Act* de 1922 pose un cadre législatif national qui promeut les coopératives comme les intermédiaires de référence entre la *Land Bank* et les producteurs. Autrement dit, les coopératives sélectionnent et contrôlent les bénéficiaires des prêts de la banque sur le terrain. Progressivement l'adhésion à ces coopératives revêt un caractère quasi obligatoire pour les agriculteurs<sup>17</sup> tandis que les mesures dérogatoires en matière d'imposition<sup>18</sup> dont bénéficient les coopératives impulsent leur essor (Bayley 2000). La part de la production agricole gérée par les coopératives passe ainsi de 6% en 1919/1920, à 34% en 1939/1940 pour atteindre 71% en 1970/1971 (Jacobs 2013).

---

<sup>15</sup> Avant sa création en 1912, les différentes provinces avaient créés leurs propres banques agricoles publiques pour assurer le financement du secteur notamment à la suite de la guerre civile, par exemple la « *Transvaal Land and Agricultural Bank* » créée en 1907 (Jacobs 2013).

<sup>16</sup> En 1944, le *Land Bank Act* est amendé dans le sens d'une extension des prérogatives de la banque et un assouplissement des restrictions prudentielles qui pesait sur son activité. Par exemple, la banque peut désormais prendre jusqu'à 75% de la valeur de la ferme comme garantie; la limite de 2000 livres par fermier est levée et la durée maximum des prêts passe de 30 à 40 ans (Jacobs 2013).

<sup>17</sup> Ainsi l'amendement du *Cooperative societies Act* de 1939 prévoit notamment que l'adhésion à une coopérative peut devenir obligatoire si les trois-quarts des producteurs d'une filière s'y déclare favorable (Jacobs 2013).

<sup>18</sup> En particulier la non-taxation des bénéfices réalisés dans les transactions entre les membres d'une même coopérative.

En 1937, le *Marketing Act* est adopté et instaure un canal unique de commercialisation pour la plupart des produits agricoles afin de limiter la volatilité des prix. Des comités de produits agricoles –*control board*– sont instaurés pour les différents produits au sein desquels siègent des représentants des producteurs et du gouvernement pour négocier un prix unique annuel. Le rôle de la *Land Bank* et des coopératives sont renforcés. D'une part, les coopératives sont désignées « agents » des comités de produits pour le transport, le stockage et la commercialisation des produits agricoles. D'autre part, la banque avance aux comités de produits les capitaux nécessaires au rachat de la production aux agriculteurs dans le cadre du système de commercialisation du canal unique. Cette mesure vise à stabiliser le marché intérieur et l'accès des agriculteurs aux capitaux, mais dans le même temps ce dispositif cristallise les oppositions entre différents groupes sociaux. En effet, dans un premier temps la mise en œuvre d'un tel dispositif se traduit par la fixation de prix inférieurs à ceux du marché international maintenant ainsi artificiellement bas les salaires dans les mines. Mais l'arrivée au pouvoir du Parti National en 1948 va renverser l'utilisation de cet instrument en faveur des agriculteurs (Bayley 2000).

Au cours de la période qui va de la proclamation de l'Union sud-africaine en 1910 jusqu'à l'arrivée au pouvoir du Parti national en 1948 et la mise en place des politiques de l'apartheid, l'agriculture sud-africaine jusqu'ici éclatée et dispersée se sectorise. En effet, au cours de la période émerge les fondements institutionnels et cognitifs de la régulation sectorielle. Au niveau institutionnel, la *Land Bank*, les coopératives de producteurs et les comités de produits agricoles constituent un circuit d'allocation et de distribution de capitaux propre à l'agriculture et incarnent un système de cogestion sectoriel entre l'Etat et la profession agricole. Ensuite au niveau cognitif, le référentiel sectoriel (Muller 1984) oscille entre productivisme et « modernisation » d'une part, soutien aux petits producteurs blancs d'autre part. Les deux référentiels sont portés par des coalitions d'acteurs antagonistes : d'un côté, un groupe d'acteur fédéré autour d'un projet nationaliste afrikaner, et de l'autre, une coalition constituée autour des conglomérats miniers britanniques. Si les premiers tentent de promouvoir un « volkskapitalism »<sup>19</sup>, les seconds cherchent à insérer l'agriculture dans l'ordre économique national et à articuler la production agricole au « *Mineral-energy complex* ».

Ben Fine et Zavareh Rustomjee ont mis en évidence un régime d'accumulation capitaliste original en Afrique du sud qu'ils ont dénommé le « *Mineral-energy complex* » (Fine et Rustomjee 1997)<sup>20</sup>. Un tel régime se caractérise par la centralité dans l'économie des secteurs miniers et énergétiques<sup>21</sup> autour

---

<sup>19</sup> Dans le cadre de cette opposition les différents groupes d'acteurs produisent des récits divergents sur la place de l'agriculture dans la société notamment. A ce titre le mouvement économique afrikaner dans les années 30 a fait de l'agriculture « *la colonne vertébrale de l'économie des Boers* » (O'Meara 2009).

<sup>20</sup> Cette approche du MEC est depuis largement prolongée par Ben Fine (Fine et Ashman 2013) mais aussi par d'autres auteurs (Freund 2010). Les relations entre les différents secteurs économiques de l'économie sud-africaine d'une part et les transformations dans le temps de ce mode d'accumulation d'autre part sont particulièrement discutés.

<sup>21</sup> C'est-à-dire l'extraction d'or d'une part et de charbon d'autre part (Fine et Rustomjee 1997).

desquels se développent et s'articulent les secteurs économiques périphériques dont l'agriculture. Par ailleurs ce cadre d'analyse met en évidence le rôle prépondérant de l'Etat sud-africain dans l'essor de ce régime d'accumulation notamment à travers le rôle des institutions financières de développement et les participations croisées au capital des entreprises et des conglomérats privés.

Les gouvernements successifs dans les années 20 et 30 oscillent entre un double objectif en termes de politiques publiques agricoles : le soutien aux agriculteurs blancs dans le cadre d'une politique de réconciliation nationale, et, la « modernisation » de l'agriculture afin de soutenir le développement du « *Mineral-energy complex* ». Selon la configuration des alliances entre le gouvernement, les administrations publiques et les groupes d'intérêts l'articulation entre ces deux objectifs fluctue même si l'on note au cours de la période une tendance « modernisatrice ». La circulation et l'allocation des capitaux s'imposent alors comme un enjeu politique pour les différentes factions d'une part mais aussi pour le personnel politique et administratif. Les promoteurs du projet nationaliste afrikaner par exemple tentent de drainer les capitaux issus de l'agriculture, via la médiation de sociétés financières privées comme Sanlam. De son côté, l'Etat réalise ses arbitrages en se posant en intermédiaire entre les marchés financiers et le secteur agricole. Le champ de l'intermédiation financière agricole est donc un espace de lutte entre différents acteurs qui cherchent à capter et orienter les flux de capitaux à leur profit, et pour cela à imposer leurs circuits préférentiels.

### **1.2. Agriculture et finance agricole sous l'apartheid (1948-1994)**

La victoire aux élections générales de 1948 du Parti National de Pierre Malan marque le début des politiques de l'apartheid qui se maintiendront sans discontinuer jusqu'au début des années 1990. L'arrivée au pouvoir de ce parti s'inscrit dans l'essor à partir des années 1920 d'un mouvement nationaliste Afrikaner qui se positionne à la fois sur les terrains politique, culturel et économique (O'Meara 2009).

Dans les années 1950, le secteur agricole constitue toujours le principal pourvoyeur de capitaux aux institutions financières du nationalisme Afrikaner, tandis que les agriculteurs sont l'un des principaux soutien électoral au Parti National. A ce titre, le secteur va largement bénéficier du soutien de l'Etat, même si à partir des années 1960 l'industrie s'impose comme le secteur le plus favorisé par l'Etat (Lipton 1985) . Néanmoins, ce soutien va exacerber les tensions que l'on a déjà entrevues dans la profession agricole, en particulier entre les gros et les petits agriculteurs. Par ailleurs, le régime de l'apartheid et son « régime racial fordiste » (Gelb 1991) vont être progressivement remis en question par la crise économique et les sanctions internationales provoquant l'entrée en crise du secteur agricole.

Dans un premier temps, nous allons revenir sur le développement du secteur agricole au cours de cette période 1948-1994 ; puis dans un deuxième temps, nous nous intéresserons tout particulièrement aux formes de l'intermédiation financière sectorielle sous l'apartheid.

### **1.2.1. La « modernisation » du secteur agricole sous l'apartheid**

L'arrivée au pouvoir de Pierre Malan a eu plusieurs conséquences immédiates sur les politiques agricoles sud-africaines. Premièrement, le système du canal unique de commercialisation tend à partir de cette date à favoriser les producteurs en garantissant des prix d'achat relativement élevé alors que l'industrie minière faisait pression à la baisse sur ces prix<sup>22</sup>. Deuxièmement, le gouvernement renforce les politiques de contrôle des mouvements de la population noire en introduisant le système du « *pass* » afin de satisfaire les besoins de main d'œuvre des agriculteurs et des conglomerats miniers (O'Meara 1996). Troisièmement, le gouvernement octroie de nombreuses subventions aux coopératives de producteurs dans le cadre de la mécanisation des exploitations et de la « modernisation » des infrastructures, notamment la construction de silos<sup>23</sup>.

Les années 1960 marquent une deuxième vague de soutien du gouvernement au secteur agricole et Arthur Webb (Webb 2000) parle d'une révolution agricole à partir de 1966 qui se traduit notamment par une mécanisation accélérée des exploitations. Ces politiques de soutien prennent la forme d'une politique de crédit avantageuse d'une part et d'une politique généralisée de subventions aux agriculteurs d'autre part. Arthur Webb souligne la mise en place d'une « économie de la dette » dans l'agriculture sud-africaine dans les années 1960 et 1970 provoquée par les conditions avantageuses offertes aux agriculteurs dans l'accès au crédit par la *Land Bank* et les coopératives, mais aussi par l'environnement macro-économique caractérisé par des taux d'intérêts réels négatifs (Webb 2000). Dans ces conditions, les agriculteurs s'endettent fortement pour financer l'extension de leurs exploitations et leur mécanisation, le gouvernement ayant mis en place une politique d'exonération fiscale pour l'achat d'équipement agricole. Les dépenses en équipement augmentent ainsi de 387% en terme nominal au cours de la décennie 1970 (Webb 2000). Les soutiens fiscaux et financiers octroyés par les administrations publiques ne constituent qu'un volet des mesures prises dans le cadre de la « modernisation » et du développement des structures agricoles (Anseeuw, Liebenberg, et Kirsten 2015). La conséquence de ces politiques, c'est la réduction du nombre d'exploitations agricoles à l'échelle nationale qui passent de 118 097 en 1951 à 91 153 en 1960, puis 75 562 en 1976, tandis que la taille moyenne des exploitations augmente de 736,5 hectares à 1134,4 sur la même période (O'Meara 1996).

Pourtant dans le même temps, les gouvernements successifs de l'apartheid témoignent d'une attention particulière pour le maintien des petits agriculteurs blancs. Le soutien se traduit notamment par des

---

<sup>22</sup> O'Meara note ainsi qu'entre 1949 et 1952 le prix du maïs, la principale production du pays dont les producteurs sont d'importants soutiens au parti national, augmente de 33% (O'Meara 1996).

<sup>23</sup> A partir de 1952 la construction de ces silos est financée sous la forme de prêt de long terme aux coopératives par la *Land Bank* et le ministère de l'agriculture. De 1952 à 1995, 444 millions de rands sont prêtés aux coopératives.

politiques d'appui et d'accompagnement à l'installation et par l'octroi d'importantes subventions<sup>24</sup>. Ainsi, en ce qui concerne l'installation, l'adoption en 1966 du *Agricultural credit Act* instaure la création du « *Agricultural credit board* », sous l'égide du ministère de l'agriculture, dont la mission est l'installation et le financement des petits agriculteurs qui ne pouvait être assuré ni par la *Land Bank* ni par les banques commerciales (Jacobs 2013).

Les premières décennies de l'apartheid se traduisent aussi par une stabilisation des institutions sectorielles héritées de la période précédente et plus particulièrement du système du canal unique et du tissu de coopératives. Selon Brendan Bayley en 1961/62 :

« 90% de la production totale était sujette à un contrôle réglementaire. La majorité des contrôles (72% de la production totale) était gérée dans le cadre d'un des 17 comités de produit. Le contrôle sur les 18% restant (bois, sucre et vin) étaient encadrés par des législations spécifiques par produit »<sup>25</sup> (Bayley 2000, 18-19).

En effet, le modèle de cogestion du secteur est renforcé puisque le groupe des agriculteurs est fortement politisé et le dialogue avec les administrations de l'Etat est permanent notamment par l'intermédiaire du syndicat majoritaire, le *South African Agricultural Union*.

Pourtant, les politiques agricoles entreprises dès 1948 exacerbent les tensions au sein du secteur agricole, et la crise économique dans les années 1980 va remettre en cause le modèle sectoriel en place. Ces tensions concernent principalement la place de l'agriculture dans la société et l'économie nationale et opposent un projet « économique » de « modernisation » des exploitations et d'une insertion plus poussée du secteur dans le « *Mineral-energy complex* », et un projet « politique » de maintien des agriculteurs Afrikaners sur leurs terres. Les contradictions inhérentes aux politiques agricoles polarisent le secteur et créent des clivages au sein du groupe des agriculteurs. Ainsi, en 1966 le syndicat « *South African Maize Producers' Institute* » (SAMPI) est fondé par des producteurs de maïs sécessionniste du SAAU qui réclament une revalorisation des prix (O'Meara 1996)<sup>26</sup>. A l'inverse, les producteurs de sucre réclament de plus en plus la levée des restrictions sur la mobilité des travailleurs ; progressivement, le soutien des agriculteurs aux politiques de l'apartheid se fissure, et les avantages d'hier (le système du *pass*) sont les entraves d'aujourd'hui. Au-delà du seul secteur

---

<sup>24</sup> Celles-ci représentaient 20% des revenus agricoles en 1972 (O'Meara 1996). Par ailleurs le gouvernement allouait ponctuellement des aides spéciales aux producteurs par l'intermédiaire de la *Land Bank*, par exemple en 1968 à la suite d'une forte sécheresse dans la province du Transvaal le gouvernement octroie 10 millions de rands (Jacobs 2013) ; idem en 1971 ou le gouvernement verse 10 millions de rands afin d'accroître les fonds propres de la banque. Dans les années 1980 face aux fortes sécheresses, c'est 800 millions de rands de garanties qui ont été débloqués par le gouvernement. Enfin en 1992, le gouvernement octroya 2,4 milliards de rands d'« aides d'urgences » aux fermiers touchés par la sécheresse.

<sup>25</sup> Les législations spécifiques par produit concernaient notamment les fruits et légumes (exception faite des citrons) ou la viande rouge (Vink et Van Rooyen 2009).

<sup>26</sup> En 1980, SAMPI fusionne avec une autre organisation de producteurs de maïs pour former la « *National maize producers organisation* » qui poursuivra ses critiques à l'égard du gouvernement pour son soutien aux plus gros producteurs notamment dans le sucre et les vignes.



agricole, le régime d'accumulation « fordiste racialisée » qui caractérise le capitalisme sud-africain pendant la majeure partie du XXe siècle est de plus en plus remis en cause notamment par les élites économiques qui appellent à la mise en place d'une économie de marché pour contourner les rigidités de l'apartheid (O'Meara 1996). Progressivement, le référentiel des politiques économiques est amendé ; ainsi les réformes monétaires dans les années 1970 puis fiscales dans les années 1980 érodent les mécanismes de soutien aux agriculteurs et à leurs coopératives<sup>27</sup> (Vink et Van Rooyen 2009).

Par ailleurs, le retournement de la conjoncture économique à la fin des années 1970 met en lumière l'explosion de la dette des agriculteurs<sup>28</sup> et provoque une accélération du processus de concentration de la propriété agricole au détriment des exploitations les moins productives. Face à cette crise du secteur agricole, la fin des années 1980 et le début 1990 marque les premières mesures en faveur de la libéralisation et la dérégulation du secteur agricole. Par exemple, un amendement au *Cooperative societies Act* en 1993 permet aux coopératives de producteurs de changer leurs statuts pour adopter ceux d'une entreprise privée (Bernstein 2013).

Cette période 1948-1994 marque donc l'aboutissement, mais aussi les premières fissures, d'une dynamique de sectorisation de l'agriculture entamée dans la période précédente. En effet, l'agriculture, grâce à l'action prépondérante de l'Etat, est intégrée à l'ordre économique national en tant que composante du projet nationaliste Afrikaner et du régime d'accumulation du « *mineral-energy complex* ».

### **1.2.2. Les filières agro-financières sous l'apartheid : Land Bank et banques commerciales**

Pendant la période de l'apartheid se met en place une intermédiation bancaire duale où cohabite la *Land Bank* et les banques commerciales<sup>29</sup> ; ces institutions sont alors les acteurs dominants d'un champ de l'intermédiation financière agricole.

Tout d'abord, la *Land Bank* créée en 1912 voit son périmètre d'action s'élargir. Puis avec l'arrivée du Parti National au pouvoir cette institution va encore renforcer sa position dans les circuits de capitaux. En ce qui concerne son financement, un nouvel amendement est adopté en 1959 qui autorise la banque à émettre des obligations -*land bank bills*- auprès du secteur privé afin de financer ses prêts de long terme. Ces titres financiers sont reconnus par la banque centrale -*South African Reserve Bank*- comme des titres « liquides » lorsque leur maturité était inférieure à trois ans, et comme des investissements

---

<sup>27</sup> Par exemple, les exemptions fiscales sur les transactions réalisées entre membres d'une même coopérative sont levées.

<sup>28</sup> La bulle foncière qui avait été artificiellement gonflé lors des années 1970 sous l'effet de la faiblesse des taux d'intérêt éclate dans les années 1980.

<sup>29</sup> Selon Nick Vink et Johan Van Rooyen en 1970, les banques commerciales détenaient 21% de la dette des agriculteurs, la *Land Bank* 22%, les coopératives de producteurs 8% et enfin le *Agricultural Credit Board* 10% (Vink et Van Rooyen 2009).

« prescrits » (Jacobs 2013). La politique des actifs « prescrits » imposée par la banque centrale oblige les institutions financières et bancaires sud-africaines (banques commerciales, compagnies d'assurance, fonds de pension) à acquérir dans leurs portefeuilles une portion significative d'obligations et de titres d'Etat<sup>30</sup>. Grâce à ces statuts d'actifs « liquide » et « prescrit » la *Land Bank* a un accès préférentiel aux marchés de capitaux et en particulier aux investisseurs institutionnels. En vertu des normes prudentielles du *Banks Act* adopté en 1965, les banques commerciales doivent détenir 30% d'actifs liquides dans leur passif de court-terme, 20% dans leur passif de moyen-terme et 5% dans leur passif de long terme. D'après Japie Jacobs, à la fin des années 1980, les produits offerts par la *Land Bank* représente 42% des actifs liquides détenus par les banques (Jacobs 2013). Ainsi, la filière agro-financière qui se constitue autour de la *Land Bank* intègre en amont les investisseurs institutionnels sud-africains<sup>31</sup>. L'Etat joue un rôle prépondérant dans la mise en relation entre ces détenteurs de capitaux et la *Land Bank* via la politique des actifs « prescrits ».

En aval, les coopératives de producteurs se positionnent à l'interface entre la *Land Bank* et les agriculteurs. Les coopératives contribuent d'une part à centraliser la demande de capitaux au niveau des territoires ruraux, et d'autre part, ils formatent et adaptent l'offre et la demande de capitaux grâce à leur capacité à arbitrer entre les exigences des créanciers et les enjeux de la production agricole. Ainsi, on entrevoit une filière agro-financière originale qui lie investisseurs institutionnels, *Land Bank*, coopératives et agriculteurs à travers l'enchâssement de transactions marchandes.

Par ailleurs la *Land Bank* propose une gamme de produits aux agriculteurs ou à leurs coopératives<sup>32</sup>. Cette gamme de produit se distingue notamment selon la durée de l'emprunt –les emprunts sur le court terme financent le cycle production annuel, tandis que les emprunts de long terme financent la « modernisation » des exploitations et l'acquisition de nouvelles parcelles.

A travers les formes de mises en relation entre les différents acteurs et notamment les caractéristiques des produits financiers échangés on peut mettre en lumière l'impact de cette filière agro-financière original sur la dynamique de sectorisation d'une part, et le modèle de développement qu'elle véhicule. Tout d'abord, la banque constitue le principal vecteur de mise en relation de l'agriculture avec les marchés de capitaux. Cette institution financière publique pourvoyeuse de prêts de court à long terme, constitue une forme singulière d'intermédiation financière. A titre de contre-exemple, le secteur industriel a largement bénéficié des capitaux de l'*Industrial Development Corporation* (IDC), une institution financière publique qui octroie des prêts mais surtout des investissements en capital –

---

<sup>30</sup> Outre les obligations de la *Land Bank*, les actifs « prescrits » par l'Etat sud-africain comprenait entre autre les titres émis par les sociétés publiques Sasol et Iscor ou les bonds de la défense nationale.

<sup>31</sup> Malgré les garanties apportées par l'Etat ces titres n'ont jamais été acquis par des investisseurs étrangers (Jacobs 2013).

<sup>32</sup> En 1995, les prêts de la *Land Bank* étaient destinés à 49% aux coopératives de producteurs et à 47% aux agriculteurs (Commission Strauss 1996).

*equity*- pour les petites et moyennes entreprises (Clark 1994). Ainsi, la *Land Bank* participe à l'institutionnalisation d'une « exception agricole ».

La *Land Bank* participe aussi de la délimitation du secteur agricole. En effet, cette banque accorde des prêts directement aux agriculteurs, mais aussi aux coopératives des producteurs. C'est par exemple le cas pour la construction de silos à travers les « *silo building loan programmes* » mis en place en 1952. Ainsi, en incluant les activités agroalimentaires et agroindustrielles via les coopératives, la *Land Bank* contribue à tracer les contours du secteur agricole. A l'inverse, l'agriculture de subsistance qui se développe dans les réserves africaines n'entre pas dans le périmètre de la banque. Ainsi le circuit de capitaux de la *Land Bank* participe à construire et à stabiliser les frontières d'une agriculture blanche.

De plus, ce dispositif d'allocation des ressources est un puissant vecteur de légitimation de certaines manières de faire et de concevoir l'agriculture. Premièrement, les agriculteurs sont de potentiels bénéficiaires des prêts de la *Land Bank* grâce à la reconnaissance légale de l'exploitation agricole comme garantie<sup>33</sup>. Cette « fiction juridique » du « collatéral » repose notamment sur la capacité de l'Etat à imposer une conception standardisée de l'exploitation agricole et donc de sa valeur<sup>34</sup>. Ceci implique notamment la formalisation d'une méthode d'évaluation des exploitations agricoles et la reconnaissance d'un personnel légitime et indépendant pour assurer et garantir cette évaluation (Middelberg 2014)<sup>35</sup>. Deuxièmement, à travers la sélection des agriculteurs bénéficiaires de ses prêts de court, moyen ou long terme, la banque exclue de fait les exploitations jugées trop petites et privilégie les exploitations aux activités les plus diversifiées (Jacobs 2013). Cette politique de crédit est l'une des causes de la concentration de la production agricole aux mains des plus gros exploitants. Ainsi, au début des années 1950 on compte 120 000 agriculteurs contre 80 000 vingt ans plus tard, et seulement 60 000 à la fin de l'apartheid (Liebenberg 2013). Par ailleurs, en 1985 30% des agriculteurs, soit 17 700 exploitations agricoles, produisaient 75% du revenu agricole national (Cooper 1984).

La filière agro-financière de la *Land Bank* contribue à développer et légitimer les exploitations agricoles commerciales et familiales les plus productives et la « modernisation » de l'agriculture, particulièrement après la création en 1966 du *Agricultural credit board* qui marque la séparation institutionnelle entre les deux référentiels concurrents des politiques agricoles. Ce projet modernisateur entre progressivement en contradiction avec les politiques conservatrices de l'apartheid et la frange la plus conservatrice de la profession agricole.

---

<sup>33</sup> En vertu de l'amendement du *Land Bank Act* de 1944, la *Land Bank* peut ainsi prendre jusqu'à 75% de la valeur de l'exploitation comme garantie. Une telle mesure contribue à accroître les possibilités d'endettement des agriculteurs et donc le développement de cette filière agro-financière.

<sup>34</sup> William Cronon fait une observation similaire en ce qui concerne la capacité de l'Etat à imposer une définition standard de la qualité des grains sur le marché à terme de Chicago, ce qui donne naissance à la fiction de marché de la « marchandise » (Cronon 1991).

<sup>35</sup> Deux associations reconnues regroupent ce personnel: la *South African Institute of Valuers* et la *South African Council for the Property Valuers Profession*.

La filière agro-financière qui s'est constituée autour de la *Land Bank* repose d'une part sur la mise en réseau d'acteurs dispersés entre lesquels circule le capital qui mute au cours des différentes étapes. D'autre part, la filière mobilise un dispositif d'emprunt particulier qui repose sur le principe du « collatéral ». La fiction juridique de l'exploitation agricole comme « collatéral » repose sur une architecture législative et cognitive, mais aussi sur un réseau de professionnels, lesquels permettent concrètement la conversion des exploitations en « collatéral ». L'Etat joue donc un rôle crucial dans la stabilisation des relations entre finance et agriculture notamment en établissant un ensemble d'équivalences et de références communes entre les deux sphères. Cette capacité à moduler et à transformer les circuits du capital dans l'agriculture donne à l'Etat un levier d'action important dans la politique sectorielle. En se positionnant à l'interface entre finance et agriculture, l'Etat sud-africain a ainsi mis à distance les agriculteurs et les industries agroalimentaires des exigences des marchés financiers.

Si la *Land Bank* est au cœur de l'architecture sectorielle, le modèle d'intermédiation est tout au long de la période une intermédiation bancaire duale. En effet, la coexistence des banques commerciales et de la *Land Bank* est une caractéristique structurelle de cette intermédiation presque tout au long du XXe siècle. La capacité d'intervention et les formes d'intervention des banques commerciales sont largement encadrées par l'Etat d'une part à travers les lois sur les activités bancaires et d'autre part grâce au contrôle de la Banque Centrale sur les taux directeurs. Cette dualité est assimilée par les agriculteurs et leurs coopératives qui peuvent en jouer. Par exemple à la fin des années 1970, les producteurs financent leurs opérations via les prêts de court terme de la *Land Bank* et placent leur épargne auprès des banques commerciales afin de bénéficier des écarts de taux entre ces deux pôles. En ce qui concerne la production maraîchère, les agriculteurs recourraient aux banques privées pour leurs prêts de court de terme, et à la *Land Bank* pour leurs prêts de long terme (Commission Strauss 1996).

Le ralentissement de l'économie mondiale et la crise économique à la fin des années 1970 va provoquer la remise en cause du modèle dominant de l'intermédiation financière sectorielle. En 1977, une commission spéciale sur le système et la politique monétaire en Afrique sud est constituée laquelle émet des critiques à l'égard de la politique de prêts concessionnels menée par la *Land Bank*<sup>36</sup>. A la suite des recommandations de cette commission, le gouvernement entreprend une dérégulation du marché financier sud-africain, laquelle a deux conséquences majeures pour la *Land Bank*. D'une part, afin d'accéder aux marchés de capitaux la banque a désormais besoin d'une notation de son risque de crédit<sup>37</sup>. D'autre part, le contrôle accru de la communauté financière sur la banque, via sa notation et

---

<sup>36</sup> « *Les activités de la Land Bank exercent une influence prépondérante sur les flux de capitaux en Afrique du sud et le niveau de ses taux d'intérêts empêche les autorités monétaires d'exercer un contrôle efficace sur les leviers monétaires* » (Jacobs 2013, 36).

<sup>37</sup> Cette note est restée élevée tout au long des années 80 grâce notamment aux aides exceptionnelles octroyées par le gouvernement.

son endettement sur les marchés, la contraint à rationaliser ses activités vers les opérations les plus rentables et donc à adopter une politique commerciale plus stricte. Enfin en 1985 et 1986, les obligations et les titres financiers émis par la *Land Bank* perdent le statut d'actifs liquides et prescrits octroyés par la banque centrale, par conséquent, la banque ne jouit plus de son statut préférentiel sur les marchés de capitaux provoquant une hausse des taux d'intérêts.

Les années 1980 marquent un changement important dans l'organisation du secteur agricole d'une part, et dans les relations entre finance et agriculture d'autre part. Malgré la pérennité de l'institution, la *Land Bank* voit la fin de ses « privilèges » financiers et se retrouve donc contrainte de passer par les marchés de capitaux pour financer ses activités ce qui n'est pas sans conséquence sur sa politique. Si la politique des prêts concessionnels est progressivement abandonnée au cours des années 1980, les agriculteurs et les agroindustriels continuent en revanche de recevoir d'importantes subventions de la part du gouvernement<sup>38</sup>. Par ailleurs, aux côtés des exploitations commerciales et familiales, on voit au cours des années 1980 apparaître à la marge du secteur de nouveaux modèles de production et de financement de l'agriculture et notamment un modèle d' « agriculture entrepreneuriale ». En effet, les conglomérats miniers tels qu'*Anglo-American* ou *Glencor* s'engagent à cette période dans des stratégies de diversification de leurs activités notamment vers l'agriculture et les agroindustries (Cooper 1984). Enfin, les banques commerciales entament des restructurations de leurs activités qui se traduisent entre autre par la création de départements spécialisés dans l'agriculture<sup>39</sup>.

Les années 1980 marquent donc une remise en question des dispositifs d'intermédiation financiers à travers l'arrivée de nouveaux acteurs industriels ou financiers au sein des institutions d'intermédiation historique ou face à elles ; ces transformations vont de pair avec l'émergence d'un nouveau modèle de développement agricole. Ce retournement sera approfondi à la fin de l'apartheid et se traduira par la mise en place d'un modèle économique néolibéral (Pons-Vignon et Segatti 2013).

En ce qui concerne le champ de l'intermédiation financière agricole, il est apparu premièrement que l'Etat joue un rôle prépondérant dans la légitimation et la stabilisation des acteurs et des dispositifs de l'intermédiation. Dans le cas de la *Land Bank* par exemple, l'Etat se pose même en intermédiaire entre les marchés financiers et le secteur agricole. Dans ce cas, la circulation et l'allocation des capitaux constitue un levier de l'action publique pour la régulation et la sectorisation de l'agriculture. Deuxièmement, les filières agro-financières ne sont pas exclusives, et les dispositifs d'intermédiation cohabitent, se complètent et se succèdent les uns aux autres.

---

<sup>38</sup> « Les politiques agricoles au milieu des années 1980 se caractérisaient par d'importantes subventions du gouvernement aux agriculteurs commerciaux, souvent sous la forme d'aides face à la sécheresse ou à d'autres catastrophes naturelles. Mis à part ces subventions individuelles, le gouvernement payait aussi des subventions aux industries du blé, du maïs et du lait » (Commission Strauss 1996, 72).

<sup>39</sup> Comme par exemple la division « Agriculture » au sein de la banque Volkskas créée en 1984.

### **1.3. Politiques agricoles et intermédiations financières dans l'Afrique du sud postapartheid (1994-2014)**

#### **1.3.1. Les politiques de dérégulation du secteur agricole**

La période historique de la transition qui s'ouvre à la fin des années 1980 est marquée par d'intenses débats autour de la refonte du cadre institutionnel de régulation de l'économie et des secteurs économiques. D'un côté, le Parti National au pouvoir prône une politique de dérégulation de l'économie<sup>40</sup> ; de l'autre l'opposition incarnée par le *African National Congress* (ANC) et ses alliées formulent en 1990 une stratégie de « croissance par la redistribution » caractérisée par un fort interventionnisme de l'Etat<sup>41</sup> (Anseeuw 2011). Pourtant l'ANC va rapidement abandonner cette stratégie interventionniste après son arrivée au pouvoir en mai 1994 au profit d'une politique de libéralisation et de dérégulation de l'économie<sup>42</sup>.

Ce débat macro-économique trouve une déclinaison au niveau du secteur agricole au sein duquel le groupe des agriculteurs commerciaux blancs détient alors 87% foncier agricole et contrôle la quasi-totalité des infrastructures agroindustriels par l'intermédiaire de leurs coopératives, tandis que les populations africaines sont cantonnées sur des réserves où elles pratiquent une agriculture « de subsistance » (Bernstein 2013). Le gouvernement assigne alors un double objectif aux politiques publiques agricoles : d'une part la réforme foncière et l'appui à un groupe de producteurs africains « émergents »<sup>43</sup>, d'autre part la hausse de la productivité agricole<sup>44</sup>.

Comme au niveau macro-économique, l'option politique retenue par le gouvernement de Nelson Mandela est celle de la dérégulation du secteur agricole qui devient effective en 1996 avec l'adoption du *Marketing of agricultural products Act*. Cette loi entérine le démantèlement des comités de contrôle de produits agricoles et du système de canal unique de commercialisation dans son ensemble. L'Etat abandonne son approche interventionniste de soutien direct au secteur au profit d'une approche fondée sur le libre jeu du marché (Bayley 2000). L'année suivante la « *South African Futures Exchange* » (SAFEX) voit le jour. La SAFEX est un marché à terme pour les produits agricoles qui

---

<sup>40</sup> Voir le document de référence: Central Economic Advisory Service, *The restructuring of the South African economy: a normative model approach*, 1993.

<sup>41</sup> Cette stratégie économique était formulée par le « *Macro-economic research group* ». Créé en 1991, cette plateforme regroupait des chercheurs et des syndicalistes proches de l'ANC et du Parti Communiste sud-africain (Freund, 2013).

<sup>42</sup> Ce revirement idéologique de l'ANC et de ses alliées –le Parti communiste et la confédération syndicale COSATSU– a fait l'objet de multiples analyses qui insistent sur différents facteurs : la pression des institutions internationales de développement (Bond 2000), le poids des milieux d'affaires (Bohn 2002), la négociation d'un compromis politique avec le Parti National dans le cadre du gouvernement d'union nationale -1994-1996- (Meunier et Copans 1999).

<sup>43</sup> La catégorie d'agriculteur « émergent » vient s'insérer entre ces deux pôles que sont « l'agriculture commerciale » et « l'agriculture de subsistance » et est largement conçue comme une étape transitoire de l'un vers l'autre.

<sup>44</sup> L'arrivée au pouvoir de Jacob Zuma en 2009 rend encore plus visible la dualité des politiques publiques agricoles via la création de deux ministères « agricoles » séparés, le *Department of agriculture, forestry and fisheries* d'une part et le *Department of rural development and land reform* d'autre part.

permet aux producteurs mais aussi aux acheteurs de se couvrir contre la fluctuation des prix agricoles au cours d'une saison<sup>45</sup>. Ce « mécanisme de marché de gestion des risques de prix » vient donc remplacer les comités de produits agricoles fondés sur des principes de la centralisation et de la négociation (Newman 2009).

Outre la politique de dérégulation, le nouveau gouvernement adopte une politique libérale d'ouverture commerciale. Ainsi, l'Afrique du sud adhère à l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC) en 1994 et signe plusieurs accords bilatéraux avec les pays voisins d'Afrique australe d'une part puis en 1999 avec l'Union Européenne (Vink et Van Rooyen 2009). Dans le secteur agricole, cette ouverture commerciale se traduit par un lien entre les fluctuations des marchés nationaux et internationaux.

La création de marché (du risque, de la main d'œuvre) est donc systématiquement promue comme solution politique au lendemain de l'apartheid. Cette dérégulation doit permettre selon ses promoteurs de casser le monopole des agriculteurs blancs qui se caractérisent par leur faible compétitivité. L'Etat se doit alors d'assurer le bon fonctionnement des marchés en garantissant l'accès à l'information et la « juste » concurrence.

### **1.3.2. Renouveau des formes d'intermédiation financière**

Le financement de l'agriculture est lui aussi « mis en marché » à cette période. Tandis que sous l'apartheid, l'intermédiation financière était largement assurée par l'Etat en concertation avec les élites sectorielles, les gouvernements postapartheid instaurent un marché du crédit agricole. La commission Strauss lancée en 1995 sur les services financiers en milieu rural pose ainsi les bases d'une restructuration de l'intermédiation financière sectorielle notamment en faveur des populations africaines exclues des mécanismes de financement de l'agriculture pendant l'apartheid<sup>46</sup>. En outre, les restructurations de cette intermédiation financière découlent de la libéralisation des marchés de capitaux d'une part et de l'insertion progressive de l'économie sud-africaine dans les réseaux du capitalisme globalisé le long desquels circulent des pratiques professionnelles et organisationnelles qui transforment les circuits de capitaux vers et dans l'agriculture.

Tout d'abord, la fin de l'apartheid se traduit par l'assouplissement des restrictions sur les mouvements de capitaux et en particulier pour les capitaux étrangers. Les gouvernements de l'apartheid avaient instaurés un contrôle drastique sur l'entrée et la sortie des capitaux de 1961 jusqu'à la suppression du

---

<sup>45</sup> Brendan Bayley retrace le chemin sinueux qui conduit à la création de ce marché à terme malgré l'inexpérience des acteurs et les conflits politiques autour de la question de la fixation des prix des produits agricoles (Bayley 2000).

<sup>46</sup> Les conclusions de la commission Strauss reprennent plusieurs pistes en vue de la transformation du mandat de la *Land Bank* qui seront partiellement reprises : convertir cette institution financière agricole en une institution financière rurale généraliste, suppression du *Agricultural Credit Board* au profit de la Banque, renouvellement du personnel, recherche de nouveaux modèles de garanties au-delà des seuls titres de propriété, etc. (Commission Strauss, 1996).

« *Rand system* » en 1995<sup>47</sup>. Désormais, la captation des flux de capitaux étrangers s'impose comme un objectif de politique publique contraignant le cadre de régulation macro-économique<sup>48</sup>. Au niveau du secteur agricole, les flux de capitaux étrangers se concentrent d'abord sur les productions de fruits et légumes tournées vers l'exportation (Mather et Greenberg 2003). Par ailleurs des multinationales agroalimentaires et agroindustrielles font leur entrée dans le pays à la suite de la levée des sanctions internationales<sup>49</sup>.

Outre la libéralisation et la globalisation des marchés de capitaux, les années 1990 sont marquées par la circulation et la diffusion des principes et des pratiques associés à la révolution actionnariale et à un capitalisme financiarisé dans l'économie sud-africaine. La financiarisation de l'économie sud-africaine touche en premier lieu les secteurs du cœur du *Mineral-energy complex*. En effet Ben Fine et Sam Ashman identifient une « financiarisation du *Mineral-Energy Complex* » qui se caractérise par l'importante contribution du secteur financier au PIB sud-africain et la financiarisation des activités des entreprises non-financières, en particulier les conglomérats miniers (Fine et Ashman 2013). Ces transformations organisationnelles et professionnelles sont visibles au niveau de l'intermédiation financière dans l'agriculture. En effet, si l'on note une continuité institutionnelle puisque les banques commerciales, les (ex)-coopératives de producteurs et la *Land Bank* en restent les principaux opérateurs, d'importants changements bouleversent ces organisations.

Premièrement, les trois principales banques commerciales que sont *ABSA*, *First National Bank* et *Standard Bank*<sup>50</sup> adoptent dès le milieu des années 1980 de nouvelles formes d'organisation de l'intermédiation bancaire en créant des départements spécialisés. Ce changement organisationnel est largement porté par un nouveau personnel au sein de la banque qui véhicule les nouveaux principes de la finance agricole. En effet, les économistes agricoles s'imposent progressivement comme les vecteurs du changement et l'interface privilégiée entre les agriculteurs et les banques privés. Issus principalement des universités de Pretoria et de Stellenbosch, ils développent des modèles financiers d'évaluation des risques qui ne considèrent plus seulement l'actif physique mais aussi le flux de trésorerie - *cash-flow*- des exploitations et la capacité effective des exploitants à rembourser. Ce changement va de pair avec l'introduction d'une méthode d'évaluation des exploitations par le marché plutôt qu'une évaluation focalisée sur la valeur productive comme c'était le cas auparavant. Au niveau du portefeuille de la banque, ils adoptent des stratégies de diversification de leurs portefeuilles de prêts entre différentes régions et différentes filières. Enfin, ils contribuent à travers des séminaires, des

---

<sup>47</sup> Avec une interruption entre 1985 et 1987.

<sup>48</sup> L'indépendance de la banque centrale s'impose ainsi comme un principe cardinal (Padayachee 2015) ; par ailleurs une des conséquences involontaires de cette politique est la fuite des capitaux sud-africains (Ashman, Fine, et Newman 2011).

<sup>49</sup> Henry Bernstein cite notamment les exemples de Parmalat, Cargill ou encore Monsanto (Bernstein 2013).

<sup>50</sup> L'Afrique du sud se caractérise par une forte concentration historique dans le secteur bancaire principalement aux mains des banques impériales britanniques, comme Barclays et Standard Bank qui se sont implantées en Afrique du sud à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle (Verhoef 2009), et des banques créées dans le cadre de la promotion du Volkskapitalism, tel Volkskas Bank –qui devient ABSA dans les années 1990- (Fine et Ashman 2013).



sessions de formation, la publication de manuels (Louw 1980), puis plus tard par la mise en place de cursus universitaires, à former les agriculteurs à la gestion des risques. Ainsi, ce personnel introduit une « gestion plus scientifique » de l'exposition des banques à l'agriculture qui ne considèrent plus seulement la valeur de l'exploitation et le ratio d'endettement des agriculteurs mais plutôt leurs flux de trésorerie. La diffusion et la formalisation des principes de la « finance agricole » et les politiques de dérégulation du secteur s'auto-entretiennent mutuellement. Ainsi, la création de la SAFEX a été souhaitée et encouragée par ce personnel comme nous le raconte AL, ancien directeur du département « Agribusiness » à la banque ABSA, et aujourd'hui professeur en « économie agricole » à l'université de Pretoria :

*« AL : L'introduction de la SAFEX fait partie du processus plus général de meilleur gestion du cash-flow. Parce que pour qu'il y ait une meilleure gestion et une meilleure couverture des risques, il fallait que celle-ci repose sur des hypothèses dont la SAFEX est partie prenante »<sup>51</sup>.*

Les banques commerciales jouent donc un rôle prépondérant dans la diffusion de ces mécanismes originaux de circulation du capital au sein de l'agriculture sud-africaine, et ce d'autant plus que leur part de marché augmente dans les années 1990 face au déclin de la *Land Bank*. En 2005, celles-ci détiennent 55% de la dette des agriculteurs contre 17% pour la *Land Bank* et 12,5% pour les ex-coopératives (Vink et Van Rooyen 2009).

Deuxièmement, les coopératives de producteurs connaissent, elles aussi, un important virage au début des années 1990 qui se traduit par la conversion quasi-généralisée de leur statut de coopérative en entreprise privée –*limited companies*. Ce processus est permis par un amendement de 1993 au *Cooperative societies Act* (Bernstein 2013)<sup>52</sup>. Cette conversion se traduit alors par la privatisation des actifs des coopératives, à commencer par les silos à grain ou les infrastructures de transport, pourtant construits grâce au soutien financier de l'Etat (Bernstein 2013). En ce qui concerne leurs activités financières, la grande majorité de ces ex-coopératives conservent leurs fonctions de médiateur entre les agriculteurs d'une part, la *Land Bank* mais aussi les banques commerciales d'autre part. De nouveaux partenariats publics-privés sont par exemple mis en œuvre par la *Land Bank* avec ces ex-coopératives que ce soit au bénéfice des agriculteurs « émergents »<sup>53</sup> ou des agriculteurs commerciaux<sup>54</sup>.

Mais ces ex-coopératives s'insèrent aussi parfois dans de « nouvelles » filières agro-financières en mobilisant des capitaux non pas auprès des institutions bancaires mais auprès des investisseurs

---

<sup>51</sup> Entretien AL, professeur et consultant, Université de Pretoria et OABS, Pretoria, 30 mars 2015.

<sup>52</sup> Les coopérateurs deviennent alors les actionnaires de ces nouvelles entreprises privés, souvent en proportion de leur volume de production.

<sup>53</sup> Le programme *Accelerated and Shared Growth Initiative for South Africa* (ASGISA) mis en œuvre dans la province du Cap Orientale par exemple.

<sup>54</sup> Depuis la fin des années 2000, la *Land Bank* a entrepris de racheter et de centraliser les portefeuilles de créances détenues par ces entreprises auprès des agriculteurs. La banque s'engage ensuite dans des partenariats public-privé avec ces dernières qui sont en charge de l'interface opérationnelle avec les agriculteurs.

institutionnels et sur la bourse de Johannesburg<sup>55</sup>. C'est par exemple le cas de l'ex-coopérative *Oos Transvaal Kooperasie* (OTK), rebaptisée Afgri en 2002, dont les agriculteurs-actionnaires décident de l'introduction en bourse en 1996. Si cette introduction en bourse permet d'une part d'accéder aux capitaux des investisseurs institutionnels et d'autre part de valoriser l'entreprise à son « juste prix », elle l'expose aussi à des reprises en main de la part de coalitions d'actionnaires. C'est ce qui arrive à OTK en 2000, cette prise de contrôle entraînant l'introduction de nouveaux modèles de gestion de l'entreprise selon les principes de la valeur actionnariale<sup>56</sup> : renouvellement du conseil d'administration, recentrage sur le cœur de métier, réduction des effectifs. La plupart des ex-coopératives restent néanmoins en dehors du marché boursier et donc sous contrôle des agriculteurs-actionnaires. Néanmoins, les politiques de mise en marché et les restructurations que connaissent leurs partenaires financiers induisent une lente évolution de leurs organisations et de leurs pratiques professionnelles.

Enfin, la *Land Bank* quant à elle voit tout d'abord sa politique de crédit redéfinie pour se recentrer sur le financement des agriculteurs africains « émergents », bénéficiaires des programmes de la réforme foncière. Mais face au recul de ses parts de marchés et aux échecs des premières politiques de redistribution (Anseeuw, Liebenberg, et Kirsten 2015), la situation financière de la banque s'est dégradée et celle-ci doit être recapitalisée par le département du Trésor en 2005. Par ailleurs, cette période est aussi marquée par un large renouvellement des effectifs de la banque et des scandales liés à sa mauvaise gestion. Ainsi en 2008, la banque est placée sous la tutelle du ministère des finances au détriment du ministère de l'agriculture, soit un retour à la situation pré 1996 (Jacobs 2013). Derrière ces changements « politiques », la banque adopte progressivement les normes en vigueur dans l'industrie bancaire commerciale, définies par les accords de Bale, en termes de réserve ou de gestion des risques de crédit<sup>57</sup>. Par ailleurs la banque développe sa gamme de produits financiers à la fois dans une perspective commerciale et pour répondre à son mandat développementaliste.

Depuis le milieu des années 1990, près de 95%<sup>58</sup> des fonds de la banque proviennent des marchés de capitaux et la politique des actifs « prescrits » par la banque centrale a été abandonnée. Par conséquent, la *Land Bank* est évaluée et notée par des analystes financiers et tend ainsi à adopter les modes de gestion des capitaux les plus valorisés par les analystes et les investisseurs institutionnels. Depuis la mise sous tutelle par le ministère des finances, la banque a fait de sa bonne gestion financière un principe cardinal garanti par le recrutement d'un nouveau personnel très largement issu

---

<sup>55</sup> La bourse de Johannesburg a été établie dès 1887 à l'initiative des premiers entrepreneurs miniers.

<sup>56</sup> Comme le note un des seuls agriculteur-actionnaire à être resté au conseil d'administration de la compagnie après le « putsch » de 2000 : « *Etre directeur d'une coopérative consiste à représenter les agriculteurs, et c'est très différent d'être directeur dans le conseil d'administration d'une entreprise où il faut représenter les actionnaires* ». Entretien JJ. F., agriculteur et ex-membre du CA, Warden, 24 juillet 2014.

<sup>57</sup> Via l'adoption en 1997 d'un système de taux d'intérêt différencié selon la maturité du prêt et le profil du client.

<sup>58</sup> Entretien LS, directeur financier, *Land Bank*, 25 Mars 2015.

d'institutions financières privées. Enfin, la banque cherche à se désengager de la gestion opérationnelle de son portefeuille en déléguant l'interface avec les agriculteurs aux ex-coopératives. Par conséquent, si on note une pérennité et une stabilité des institutions au sein du champ de l'intermédiation financière agricole, celles-ci connaissent d'importantes transformations organisationnelles et professionnelles qui renouvellent l'infrastructure des circuits de capitaux.

### **1.3.3. Restructuration et recomposition du secteur agricole**

Le renouvellement du référentiel sectoriel et du champ de l'intermédiation financière sectorielle induit d'importantes transformations des structures de production agricole d'une part et de l'insertion du secteur agricole dans l'économie nationale et globale d'autre part.

Au niveau du secteur, Henry Bernstein (Bernstein 2013) souligne la capacité d'une fraction de la profession agricole à maintenir ses positions malgré la dérégulation. Cet auteur met en lumière deux mécanismes qui ont permis un renouvellement de la domination de ce groupe d'acteur sur le secteur : premièrement, l'anticipation des réformes à venir grâce à la « complicité » du dernier gouvernement de Klerk<sup>59</sup> ; deuxièmement la mise en place d'un système de « régulation privée » (Chabane, Rakhudu, et Roberts 2008) qui s'appuie sur l'architecture sectorielle héritée de l'apartheid et les liens interpersonnels. Néanmoins, cette capacité de « repositionnement » des acteurs dans le nouveau régime de régulation est inégalement répartie puisque sur les 60 000 agriculteurs commerciaux en activité en 1994 il n'y en a plus que 38 000 en 2010 (Liebenberg 2013). Ainsi, l'élite agricole la mieux dotée en capitaux est parvenue à maintenir, et même à renforcer sa position<sup>60</sup>. Cette tendance à la concentration des moyens de production agricole déjà observée pendant l'apartheid s'accélère encore davantage dans les années 1990 où l'accès à certains instruments de régulation, à commencer par la SAFEX, sont déterminés par le volume de production<sup>61</sup>.

Ensuite cette période est caractérisée par une transformation, une dilution et une segmentation des pratiques et des identités professionnelles des agriculteurs et des groupes d'acteurs au sein de l'agriculture. En effet, l'introduction de nouveaux mécanismes de régulation des marchés agricoles comme la SAFEX par exemple induit de nouveaux savoirs faire, dans le domaine financier notamment. Par ailleurs, le développement de modes de détention et de gestion originaux des exploitations agricoles redéfinit la finalité même du métier d'agriculteur. Comme nous le verrons en détail dans le chapitre VI, les modes d'insertion des agriculteurs dans les circuits de capitaux constituent un facteur explicatif déterminant de la transformation des pratiques agricoles et du

---

<sup>59</sup> Que ce soit via l'amendement de 1993 autorisant la privatisation des coopératives ou les aides exceptionnelles versées aux agriculteurs par le gouvernement notamment à la suite des sécheresses qui culminent en 1992 avec le versement de 3,2 milliards de rands.

<sup>60</sup> Ainsi, 1348 exploitations, soit 5% du total national, produisent plus de la moitié du revenu agricole brut (Bernstein 2013).

<sup>61</sup> Nick Vink et Johan Van Rooyen notent que la SAFEX ne propose que des contrats de 100 tonnes ce qui pour la production de maïs correspond à un seuil d'entrée équivalent à la production annuelle sur 50 hectares au minimum (Vink et Van Rooyen 2009).

maintien des agriculteurs en activité. Enfin, en ce qui concerne les politiques de réforme foncière et de soutien aux agriculteurs émergents, celles-ci sont dans une impasse. Ainsi, plusieurs études montrent que 90% des exploitations agricoles redistribuées étaient en 2010 non-opérationnelles<sup>62</sup> (Anseeuw et Mathebula 2008 ; Kirsten et Machethe 2005).

Au niveau des entreprises agroindustrielles et agroalimentaires, Henry Bernstein note la aussi un important mouvement de concentration au profit des ex-coopératives et des entreprises multinationales. En effet, ces entreprises ont bénéficié des actifs et des réseaux « hérités » des politiques agricoles de l'apartheid pour constituer d'importants conglomérats privés. Par exemple, l'entreprise agroalimentaire aujourd'hui cotée en bourse *Pioneer Foods* naît de la fusion entre deux anciennes coopératives en 1997, Bokomo et Sasko, toutes deux engagées dans la transformation du blé et du maïs pour la production de produits de consommation. Au niveau de la production d'engrais ou de la grande distribution<sup>63</sup> Henry Bernstein met en lumière l'existence d'oligopoles organisés (Bernstein 2013). Outre le processus de concentration qui donne naissance à ces conglomérats, les acteurs dominants des filières agroalimentaires s'engagent dans des stratégies d'intégration verticale, parfois jusqu'à la production primaire. Dans l'industrie maraîchère par exemple les entreprises dédiées au transport et à l'exportation se tournent vers la production sous la forme d'acquisition directe d'exploitation ou indirectement via le modèle du « *contract farming* ». Cette intégration verticale s'appuie notamment sur l'essor d'une normalisation privée comme cadre de régulation et de gouvernement à distance (Greenberg 2010). Ce double mouvement de concentration horizontale et d'intégration verticale est permis grâce au recours à des capitaux externes. En retour cet afflux de capitaux qu'ils proviennent des banques commerciales, des marchés boursiers ou d'investisseurs institutionnels suscite des restructurations des entreprises et l'adoption, inégale et progressive, des principes de la valeur actionnariale.

Les transformations agraires mentionnées renvoient d'une part aux dynamiques sectorielles de long terme qui permettent par exemple de comprendre le maintien d'une élite agricole malgré la dérégulation, et d'autre part, à la place du secteur agricole dans l'économie sud-africaine. En effet, la financiarisation du *Mineral-energy complex* transforme les mécanismes d'articulation entre les différents secteurs économiques.

Enfin, l'une des transformations majeures au cours des années 1990 est l'insertion accélérée de l'Afrique du sud dans la dynamique actuelle de « globalisation » (Bayart 2004) à travers d'une part la libéralisation de son économie -marchés de produits agricoles, marchés de capitaux- et d'autre part son intégration dans les arènes de gouvernance internationale (OMC, FAO). Par conséquent, les règles du jeu économique et le processus de sectorisation en Afrique du sud s'articulent de plus en plus aux

---

<sup>62</sup> A cause de problèmes de fonds de roulement ou de la mauvaise qualité des sols en particulier.

<sup>63</sup> Les deux leaders du secteur Pick'nPay et Shoprite se partageaient près de 50% du marché en 2007 (Bernstein 2013).

dynamiques à l'œuvre dans ces arènes globales. Autrement dit, la dynamique de sectorisation de l'agriculture en Afrique du sud résulte désormais de l'articulation du secteur agricole avec deux autres « échelles de gouvernement » à savoir le global et le national (Jullien et Smith 2012). Noémi Paulina Berumen Colin par exemple montre dans sa thèse comment s'est forgée une politique publique de sécurité alimentaire en Afrique à partir d'un « cadre conceptuel de référence » défini au niveau global lequel est ensuite réapproprié et transformé par les acteurs situés aux niveaux du secteur agricole et des administrations publiques locales (Berumen Colin 2010).

L'émergence du *private equity* comme dispositif original de l'intermédiation financière en Afrique du sud doit alors s'analyser à ces trois niveaux –le global, le national et le sectoriel- et dans l'articulation entre ces trois niveaux. C'est ce que nous allons faire dès à présent en suivant le parcours de ce dispositif et les transformations induites par ces changements d'échelle successifs.

## **2. Une généalogie du *private equity***

Nous avons défini le *private equity* comme un dispositif encadrant la délégation contractuelle et temporaire, de la gestion de capitaux par des détenteurs légaux à des gestionnaires privés en vue d'acquérir un portefeuille d'entreprises pour réaliser une plus-value. Faire la généalogie du *private equity* dans l'agriculture sud-africaine revient à notre sens à nous interroger sur les conditions historiques qui font qu'un ensemble de pratiques et de savoirs sont associés les uns aux autres et regroupés sous la bannière du *private equity*. En déroulant le fil historique de ces pratiques particulières nous reviendrons alors sur deux ensembles de pratiques distinctes qui sont au fondement du *private equity* : les prises de participations dans les PME dans le cadre du « compromis racial fordiste » sud-africain (Gelb 1991) et le développement des transactions de *Leverage Buy Out* lors de la révolution actionnariale aux Etats-Unis puis en Afrique du sud. Puis dans les années 2000, l'industrie du *private equity* fait son apparition en regroupant cet ensemble hétéroclite d'acteurs et de savoirs. Le *private equity* se caractérise alors par la coexistence au sein d'un cadre institutionnel souple d'une pluralité de pratiques et conceptions. Cette généalogie nous amènera enfin à effectuer des allers-retours entre le national et l'international puisque le dispositif émerge à l'interface entre ces deux échelles.

### **2.1. La double filiation historique du *private equity***

#### **2.1.1. Les prises de participation en capital : développement économique et « empowerment »**

Les conglomérats miniers qui se constituent au début du XX<sup>e</sup> siècle sont les premiers investisseurs en capital à travers leurs filiales d'investissement qui rachètent et développent des petites et moyennes entreprises industrielles en vue notamment de réduire leurs importations en équipement (O'Meara 1996). Puis, dans les années 1930 les prises de participations dans les entreprises nationales

s'imposent comme un instrument politique du nationalisme afrikaner. Dan O'Meara a montré comment les élites afrikaners placent au cœur du projet nationaliste la question économique et se font les promoteurs d'un « *volkskapitalism* » (O'Meara 2009). Le développement d'entrepreneurs et d'une petite bourgeoisie afrikaner est alors perçu comme une étape décisive pour la « nation afrikaner » face au capitalisme de l'impérialisme britannique incarné par les conglomérats miniers. Ainsi en 1940 la société d'assurance Sanlam, pilier et instigateur du capitalisme afrikaner émergent, va créer une société financière, la « *Federaal Volks' Investment* »<sup>64</sup>, qui se donne pour objectif de collecter l'épargne des travailleurs, des employés et des agriculteurs afrikaners afin de prendre des participations au capital de petites et moyennes entreprises (PME) pour soutenir leur développement et encourager leur « afrikanisation ». D'autres sociétés d'investissement explicitement afrikaners suivront, comme Rembrandt par exemple. Progressivement, la stratégie de ces sociétés financières évolue au profit de participations croisées avec les conglomérats miniers et au seul bénéfice d'une élite économique afrikaner.

L'Etat prend aussi des participations au capital d'entreprises privées via la création en 1939 de l'« *Industrial Development Corporation* » (IDC), une institution financière de développement dédiée au développement des petites et moyennes entreprises industrielles (Clark 1994). La création de cette institution financière s'inscrit dans le cadre d'une politique de développement industriel en amont et en aval des entreprises minières. Les capitaux mobilisés par l'institution, d'origine à la fois publics et privés<sup>65</sup>, poursuivaient le double objectif de la rentabilité financière et du développement industriel. Ainsi, l'IDC va se constituer un portefeuille de participation au capital de PME. Ce tissu de participations croisées publics-privées est au cœur de l'activisme étatique dans l'économie. L'arrivée au pouvoir du gouvernement Malan en 1948 va pousser l'IDC à intégrer une composante raciale, en faveur des entrepreneurs afrikaners, dans sa politique d'investissement. Le modèle de l'IDC a été répliqué au niveau des réserves africaines comme par exemple dans le cadre de la « *Bantu Investment Corporation* » (Southall 1982) et créée, en 1983, la « *Development Bank of Southern Africa* » qui centralise le financement des projets de développement pour les bantoustans (DBSA 1985). Après la fin de l'apartheid, l'IDC et la DBSA perdurent même si leurs mandats et leurs outils respectifs évoluent au fil du temps<sup>66</sup>.

Le dispositif financier de la prise de participation est donc au cœur du *Mineral-energy complex* (Fine et Rustomjee 1997) dès les années 1930, et surtout après 1948. Un tel dispositif est à la fois un

---

<sup>64</sup> Celle-ci est ensuite restructurée en 1944 et les activités de conseil et d'investissement sont séparées, la holding « *Federale Beleggings* » détenant alors toutes les prises de participation. Par ailleurs Sanlam adopta aussi une stratégie de prise de participation directe dans les entreprises (à hauteur de 10% de ses actifs en vertu de la législation en vigueur) et, est à l'origine de la société d'investissement Bonuskor en 1946 (O'Meara 2009).

<sup>65</sup> Issus principalement des conglomérats miniers (Anglo-American) et des grandes entreprises étrangères (Clark 1994).

<sup>66</sup> La DBSA par exemple abandonne le volet agricole et agroalimentaire de ses activités. Par ailleurs, si les prêts concessionnels et les garanties restent ses outils de référence jusqu'à aujourd'hui, la banque a investi à la fin des années 2000 dans des fonds de *private equity*.

instrument de développement économique et le vecteur d'alliance entre différentes factions d'élites économiques et politiques. En effet, progressivement au sein des PME s'entrelacent les capitaux de l'Etat et du secteur privé d'une part, mais aussi des élites économiques anglophones et afrikaners d'autre part<sup>67</sup>.

La fin de l'apartheid et l'adoption de politiques publiques de discriminations positives ne met pas un terme à l'utilisation de ce dispositif financier. En effet, l'arrivée au pouvoir de l'ANC se traduit par le lancement des programmes de « *Black economic empowerment* » (BEE) directement inspirés de la stratégie économique du mouvement nationaliste Afrikaner<sup>68</sup>. Ces programmes BEE cherchent ainsi à promouvoir une élite économique africaine notamment à travers leur entrée au capital, ou leur rachat, d'entreprises existantes. Les programmes BEE prennent la forme de la vente à crédit des parts de l'entreprise à un groupe de bénéficiaires regroupés au sein d'un « *trust* » lequel rembourse la dette contractée grâce aux dividendes qu'il perçoit. Les deux premiers programmes BEE en Afrique du sud sont conçus et mis en œuvre par deux des principaux conglomérats sud-africains : Anglo-American et Sanlam<sup>69</sup>. D'abord lancés sous la forme d'initiatives privées, les programmes BEE bénéficient par la suite d'un fort soutien gouvernemental qui formalise un cadre légal en 2003, le *Broad-Based Black Economic Empowerment Act*, à la suite des dérives et des critiques formulées à l'égard des premières transactions BEE (Freund 2007). Cette loi vise à stimuler le marché des transactions BEE en formalisant une grille d'évaluation BEE des entreprises qui évalue la participation des populations discriminées sous l'apartheid en termes de représentation, de propriété, de responsabilité mais aussi au sein des partenaires commerciaux. Cette notation détermine la capacité des entreprises à accéder aux marchés publics notamment. L'essor des programmes BEE provoque le développement d'un véritable marché des consultants spécialisés dans ce type de transactions (Freund 2007). Si au départ seul les grandes entreprises cotées en bourse se sont engagées dans cette voie désormais les PME et les entreprises non cotées sont de plus en plus concernées.

### **2.1.2. Révolution actionnariale et Leverage Buy Out**

Les années 1980 et 1990 sont marquées par la période de transition et la dérégulation des marchés en Afrique du sud mais aussi par la révolution actionnariale qui débute aux Etats-Unis puis se répercute au niveau international. C'est au croisement de ces transformations nationales et globales qu'émerge

---

<sup>67</sup> En dehors de l'Afrique du sud, en Afrique Australe et en Afrique de l'est particulièrement, la « Commonwealth Development Corporation » (CDC), l'institution financière de développement britannique créée en 1946, a aussi mis en œuvre une politique de prise de participation directe au capital d'entreprises privées (McWilliam, 2001).

<sup>68</sup> Selon Bill Freund le modèle de référence se trouve davantage du côté des politiques développementaliste et de discrimination positive mises en œuvre dans les pays asiatiques et notamment la Malaisie –*developmental state paradigm*– (Freund 2007).

<sup>69</sup> Cependant tous deux ont « échoué », dans un cas l'entreprise redistribuée a fait faillite à cause de malversation financière, dans l'autre, le trust des bénéficiaire a été racheté par des actionnaires blancs (Freund 2007).

en Afrique du sud un groupe d'acteurs financiers qui vont progressivement s'autonomiser pour constituer dans les années 2000 une industrie du *private equity*.

#### 2.1.2.1. La naissance du LBO aux Etats-Unis

A la fin des années 1970 et surtout dans la décennie 1980 apparaît aux Etats-Unis un dispositif financier original, le *leverage buy-out* dans le cadre du vaste mouvement de reprise en main des entreprises par les investisseurs institutionnels et de « régénérescence » du capitalisme. Inspiré par les principes de la théorie de l'agence<sup>70</sup> des entrepreneurs financiers, les « *raiders* », vont mener des opérations de rachats hostiles des entreprises non cotées en bourse en vue de leur restructuration et ce grâce à l'utilisation d'un important levier d'endettement<sup>71</sup>. Au cœur de ce dispositif financier, l'endettement agit comme un puissant mécanisme disciplinaire sur les entreprises-cibles et leurs dirigeants (Foureault 2014). Selon cette approche, les flux de trésorerie disponibles au sein d'une entreprise doivent être captés par les actionnaires plutôt que par les autres parties-prenantes, notamment les managers. Les LBO marqueraient alors l'avènement d'un nouveau capitalisme plus efficace que la « technostructure managériale » (Galbraith 2007) qui caractérise le capitalisme d'après-guerre.

Des fonds de LBO comme *Kohlberg, Kravis, Roberts & Co.* effectuent leurs premières opérations dans les années 1980 et contractent un emprunt pour le rachat d'une entreprise qu'ils remboursent ensuite grâce aux dividendes ponctionnés sur l'entreprise-cible. Cette première vague de LBO qui se referme aux Etats-Unis au début des années 1990 a fait l'objet de vives critiques. Les promoteurs du LBO sont alors dénoncés comme les nouveaux « barbares » du capitalisme à cause de la brutalité des opérations de restructuration qui se traduisent par d'importants plans de licenciements, d'importantes ponctions financières et parfois même la faillite des entreprises-cibles (Burrough et Heylar 1990). L'éclatement de la bulle du crédit et le discrédit dont sont frappés les *raiders* provoquent alors une réorientation des stratégies des fonds de LBO vers des transactions plus modestes avant que le marché des entreprises américaines ne connaissent un nouvel emballement à la fin des années 1990 (Foureault 2014)

Le dispositif financier du LBO se diffuse ensuite mondialement via le développement international des firmes américaines de LBO (Morgan et Kubo 2010) mais aussi à partir des transformations des cadres économiques nationaux. Ainsi, Fabien Foureault situe la genèse des LBO en France lors de la mise en œuvre en 1984 du programme de « rachat d'entreprise par les salariés » qui favorise la transmission des entreprises au profit des cadres (Foureault 2014).

---

<sup>70</sup> « La théorie de l'agence est une théorie économique qui étudie les problèmes d'allocation qui prennent source dans les asymétries d'information qui naissent à la suite d'un acte de délégation » (Foureault 2014, 208), typiquement la relation entre actionnaires et manager d'une même entreprise.

<sup>71</sup> La norme en la matière est 25% de fonds propres et 75% de dettes (Foureault 2014).



#### 2.1.2.2. Le développement d'un marché du LBO en Afrique du sud

Comme nous l'avons souligné dans le cas de la finance agricole, les banques commerciales sud-africaines connaissent dans les années 1980 d'importantes transformations que ce soit au niveau de l'organisation ou des pratiques professionnelles. Le facteur décisif de ces transformations est la dérégulation des marchés financiers à la suite de la commission de Kock inspirée par les politiques monétaristes mises en œuvre dans d'autres pays anglo-saxons. Le contrôle direct de la banque centrale sur les banques commerciales est alors remplacé par une régulation prudentielle. Le nouveau cadre législatif adopté en 1985 impose aux banques des restrictions en termes de liquidité des actifs et des principes standards d'évaluation de ces risques. Par ailleurs, cette loi abolit la distinction entre banque de dépôt et banque d'investissement. Le *Bank Act* de 1990 cherche ensuite à aligner la régulation sud-africaine avec les principes prudentiels des accords de Bale I définis par la Banque des Règlements Internationaux (Verhoef 2009). Ces politiques de dérégulation ambitionnent de stimuler la concurrence entre les banques, de casser la segmentation des différents marchés de capitaux et enfin d'attirer les banques et les capitaux étrangers.

L'internationalisation des banques et la compétition accrue sur le marché sud-africain conduisent les banques à diversifier leurs activités et à adopter de nouvelles pratiques professionnelles et organisationnelles empruntées à d'autres marchés (Verhoef 2009)<sup>72</sup>. Les banques commerciales réalisent elles-mêmes les premières opérations de LBO en Afrique du sud à cette période avec leurs propres ressources. Outre leur marge de manœuvre financière, le rôle pionnier des banques commerciales s'explique aussi par leurs ancrages multinationaux entre lesquels circulent les hommes et les idées. Ainsi, les expériences professionnelles aux Etats-Unis et en Angleterre du personnel bancaire sud-africain contribuent largement à faire circuler les principes du LBO comme le raconte par exemple André Roux à propos de son expérience à la Barclays Merchant Bank au Royaume Unis<sup>73</sup> :

*« C'est là-bas (au sein du bureau anglais de la banque Barclays) que j'ai été exposé pour la première fois au modèle du private equity, et j'ai ensuite rapporté ces idées au bureau en Afrique du sud. Notre première transaction, conclue en 1984 en partenariat avec la banque Volkskas Merchant Bank, a été l'acquisition de Hudac Industries à Blue Circle, dans le cadre de ce qui était à l'époque la plus importante opération de private equity avec effet levier (...) Nous avons effectué plusieurs autres transactions concernant des filiales locales bien établies à la suite de la vague de désinvestissement, toutes effectuées sur le bilan de la banque, et ainsi on s'est constitué de bonnes références pour nous-mêmes »* (SAVCA 2015, 5).

---

<sup>72</sup> Il est intéressant de noter le parallèle avec la France où les banques récupèrent aussi dans les années 1980 les « métiers de la finance » (Godechot 2000).

<sup>73</sup> De la même manière, Glenn Morgan et Izumi Kubo ont analysé la manière dont le *private equity*, qu'ils définissent comme une forme organisationnelle originale et l'effet levier, est « répliqué » au Japon via l'implantation de sociétés d'investissement étrangères au Japon qui emploient du personnel local et de la mobilité du personnel financier japonais (Morgan et Kubo 2010).

Les banques et leurs filiales font alors naître et structurent une demande sur le marché en plein essor des entreprises. Ainsi au début des années 1990 apparaissent les premières sociétés indépendantes de LBO<sup>74</sup>, sur le modèle des firmes américaines comme KKR, créées sous la tutelle des banques qui réorganisent alors leurs activités. Ces firmes de LBO collectent des fonds auprès des investisseurs institutionnels sud-africains puis étrangers.

Côté offre, les transformations politiques et macro-économiques qui marquent la fin de l'apartheid et la période de transition politique crée de nombreuses opportunités. Premièrement, les politiques de boycott économique à l'égard de l'Afrique du sud adoptées par les gouvernements des pays du Nord, comme par exemple le *Comprehensive Anti-apartheid Act* (1986) aux Etats-Unis, a poussé de nombreuses compagnies étrangères à céder leurs filiales ou leurs participations au capital des entreprises sud-africaines<sup>75</sup>. Deuxièmement, le capitalisme sud-africain au XXe siècle s'est développé autour de puissants conglomérats miniers et financiers (Old Mutual, Anglo-American, Rembrandt, etc.) dont les ramifications s'étendaient à tous les secteurs économiques<sup>76</sup>. La dérégulation et la libéralisation de l'économie sud-africaine remettent en cause ce modèle d'organisation au profit des principes de la valeur actionnariale. Selon ces principes, l'entreprise doit se concentrer sur son « cœur d'activité » et privilégier des formes de contrôle et de gestion plus flexibles (Foureault 2014). Les conglomérats sud-africains s'engagent alors dans des stratégies de « simplification de leur structure entrepreneuriale » (Marais 2011). La diffusion de ces principes de la valeur actionnariale, issus du capitalisme financiarisé anglo-saxon, est accélérée d'une part par la cotation des plus grosses entreprises sud-africaines sur les marchés boursiers étrangers notamment à Londres<sup>77</sup>, et d'autre part par la réouverture de la bourse de Johannesburg aux capitaux étrangers. Concrètement, ces stratégies de « dé-conglomération » (SAVCA 2015) se traduisent par une vague de cession, de fusion et d'acquisition d'entreprises qui va dynamiser l'industrie naissante du LBO. Ainsi, comme aux Etats-Unis, l'essor du LBO est concomitant à la révolution actionnariale et aux restructurations entrepreneuriales qu'elle induit. Troisièmement, la conversion de l'ANC au néolibéralisme (Pons-Vignon et Segatti 2013) qui se traduit notamment par une politique monétaire anti-inflationniste suscite un engouement de la part des investisseurs étrangers en général et de LBO en particulier, attirés aussi par les annonces en faveur de la privatisation des entreprises publiques (Eskom, Sasol)<sup>78</sup>.

---

<sup>74</sup> On peut citer BRAIT capital et Ethos Capital comme les sociétés indépendantes pionnières dans l'industrie du LBO.

<sup>75</sup> Comme l'explique Neil Page, directeur de RMB corvet : « *Bien que les entreprises sous-jacentes étaient performantes, les ventes étaient réalisées dans l'urgence comme les vendeurs souhaitaient urgemment sortir, en général avant le mois de décembre de cette année, afin d'éviter à avoir à se justifier une nouvelle fois auprès de leurs actionnaires. Des sous-évaluations, de 2 à 4 fois l'EBIDTA, était la norme* » (SAVCA 2015, 5).

<sup>76</sup> A son apogée, Anglo-American contrôlait ainsi 70% du Johannesburg Stock Exchange (Innes 1984).

<sup>77</sup> Les conglomérats Old Mutual et Anglo-American par exemple prennent tous deux en 1999 une première cotation sur le marché boursier de Londres et une seconde à la bourse de Johannesburg (Verhoef 2011).

<sup>78</sup> Cependant la privatisation de ces compagnies publiques n'était toujours pas effective en 2005 (Rumney 2005).

Enfin quatrième, la période de transition politique est marquée par l'opposition entre l'élite économique organisée au sein d'une puissante communauté des affaires (Handley 2008) et les nouvelles élites politiques. Les transactions BEE, à l'initiative des conglomérats privés, sont alors des mécanismes de redistribution privée par des mécanismes de marché et sans intervention directe de l'Etat.

## **2.2. L'institutionnalisation du *private equity* en Afrique du sud**

L'émergence du *private equity* en Afrique du sud s'inscrit dans cette double filiation à la fois des prises de participation du capitalisme racialisé sud-africain et des LBO de la révolution actionnariale. Ces deux ensembles de pratiques ont comme dénominateur commun de prendre des participations dans des entreprises privées en vue de dégager une plus-value. Mais au-delà, ils se distinguent l'un de l'autre en ce qui concerne leurs sources de financement, leurs cadres légaux, leurs personnels respectifs et leurs objectifs tant financiers que politiques. De plus, au sein même de ces ensembles de pratiques il existe d'importantes divergences ; par exemple l'association sud-africaine des professionnels du *private equity*, SAVCA, recense comme opérations de *private equity* à la fois les investissements en capital mais aussi les prêts-mezzanines, c'est à dire des prêts de long terme qui peuvent se convertir en capital sous certaines conditions.

Pourtant malgré une telle diversité, les acteurs qui portent ces pratiques et ces savoirs vont progressivement incarner une industrie du *private equity* dans les années 2000. L'institutionnalisation du *private equity* dans cette période, c'est-à-dire sa reconnaissance en Afrique du sud comme un dispositif financier original incarné par un groupe d'acteur, repose d'une part sur la production d'une « théorie » du *private equity* et d'autre part sur la constitution d'une coalition d'acteurs qui va porter et diffuser cette théorie (Hwang et Powell 2005). C'est l'articulation entre la performativité des énoncés et le poids des réseaux qui va imposer le *private equity* comme un dispositif légitime à la fois sur les marchés financiers et dans l'économie sud-africaine, et c'est justement cette double fonction – financière et économique- qui constitue l'originalité d'un tel dispositif.

L'essor du *private equity* en Afrique du sud s'inscrit dans la constitution d'une « communauté transnationale » du *private equity* (Morgan et Kubo 2010) qui va construire, stabiliser et véhiculer un cadre cognitif standard du *private equity*. Au cœur de cette communauté transnationale, les associations de professionnels du *private equity* et les institutions financières de développement jouent un rôle moteur. Cette institutionnalisation se traduit alors par une reconnaissance légale du *private equity* et par la constitution d'un sous-champ du *private equity* structuré entre un pôle commercial et un pôle développementaliste.

### 2.2.1. Une communauté transnationale du private equity

L'institutionnalisation du *private equity* repose tout d'abord sur la constitution d'une coalition ou d'un réseau d'acteurs qui vont porter et légitimer ce dispositif<sup>79</sup>. En ce qui concerne le private equity, la diffusion et la légitimation du dispositif repose sur la constitution d'une communauté transnationale qui se situe à l'interface du national et du global. Glenn Morgan et Izumi Kubo ont analysé cette communauté transnationale du *private equity* qui emprunte selon eux à plusieurs formes de communauté : une communauté épistémique dont les membres partagent certaines hypothèses ; une communauté de professionnels ou circulent un ensemble de pratiques standards ; une communauté de pratiques caractérisée par des formes d'apprentissage mutuel ; et enfin une communauté d'affaire qui se mobilise pour défendre ses intérêts (Morgan et Kubo 2010). Nous reprenons à notre compte cette idée que l'essor et la légitimité du *private equity*, à l'international et en Afrique du sud, repose sur la constitution d'une telle communauté qui s'organise en particulier autour de deux groupes d'« entrepreneurs institutionnels » (DiMaggio 1988) : les associations de professionnels du *private equity* et les institutions financières de développement.

En 1998 est créé la « *Southern African Venture Capital and Private Equity Association* » (SAVCA) une association regroupant principalement trois groupes d'acteurs : les investisseurs institutionnels, des sociétés indépendantes d'investissement et de gestion d'actifs et des consultants. Cette association est constituée sur le modèle d'organisations nationales similaires comme par exemple la *British Venture Capital Association* créée en 1983. Par la suite sont créés l'« *African Venture Capital Association* » (AVCA) en 2000 à l'échelle régionale et l'« *Emerging Markets Private Equity Association* » (EMPEA) en 2004 pour les marchés émergents et en particulier l'Afrique. Ces associations nationales, régionales et globales tissent des liens entre elles, notamment par l'intermédiaire de leurs membres communs, et jouent ainsi un rôle prépondérant dans la standardisation du répertoire d'action du *private equity*. Par ailleurs, elles contribuent activement à légitimer le *private equity* à la fois comme classe d'actifs sur les marchés financiers et comme instrument de développement économique auprès des pouvoirs publics et de la société dans son ensemble.

Ces groupements poursuivent plusieurs finalités ; tout d'abord une finalité commerciale puisqu'elles organisent plusieurs événements publics<sup>80</sup> afin de favoriser la rencontre et le réseautage entre leurs membres. Ce sont donc des espaces de rencontre entre l'offre et la demande en matière d'investissement, mais aussi des lieux d'échange formels –dans le cadre d'atelier de travail- ou informels sur les pratiques professionnelles. Ensuite, ces associations remplissent une mission de représentation des acteurs du *private equity* et contribuent ainsi à tracer les contours du sous-champ du

---

<sup>79</sup> Mohamed Oubenal propose par exemple une grille d'analyse structurale pour étudier la légitimation comme produits financiers des Exchange Traded Funds (ETF) en France (Oubenal 2015).

<sup>80</sup> Comme par exemple la « *SAVCA Private Equity in Southern Africa Conference* » organisée chaque année.

*private equity* au sein duquel elles occupent une place centrale<sup>81</sup>. Ce travail de représentation recouvre deux activités : la publication d'études sur l'industrie du *private equity* et le lobbying auprès du gouvernement.

Une association comme SAVCA produit toute une littérature grise (rapports annuels, communiqué de presse, étude de cas) sur l'état de l'industrie et ses impacts sur le développement économique<sup>82</sup>. A travers son réseau de membres elle centralise les informations sur les opérations en cours et produit un état des lieux de référence. Ces données sont transmises sur la base du volontariat par les investisseurs et les gestionnaires de fonds et par conséquent font l'objet d'un filtrage en amont de leur publication. Néanmoins, bien que les transactions de *private equity* restent opaques, ces études sont prises comme cadre de référence bien au-delà de leurs cercles de production. SAVCA et les associations de professionnels du *private equity* sont donc des « autorités épistémiques hybrides » (Vanel 2008) qui se caractérisent par leurs capacités à produire et à diffuser une expertise reconnue. Ces associations ont de plus le monopole sur ces informations ce qui leur confère le pouvoir de « rendre visible » et faire exister une communauté nationale du *private equity*, de tracer les contours de ce champ et de conférer une homogénéité à cet ensemble de pratiques. Par ailleurs elles participent activement à la production d'un discours légitimant du *private equity* et ce à deux niveaux. Premièrement, le *private equity* est présenté comme une classe d'actifs sur les marchés financiers. Ainsi plusieurs études s'attachent à comparer les performances financières du *private equity* par rapports aux actifs de références que sont les actions notamment (KPMG et SAVCA 2015). D'autre part, face aux critiques émises à l'encontre des premières opérations de *private equity*, ces associations mettent en avant la capacité de ce dispositif à stimuler la croissance des entreprises-cibles et de l'économie nationale dans son ensemble (SAVCA et DBSA 2009 ; 2013).

Par ailleurs ces associations tentent de porter les revendications des acteurs du capital-investissement notamment auprès des pouvoirs publics. Par exemple, la reconnaissance légale du *private equity* en tant que classe d'actifs alternatifs est un enjeu important pour l'industrie dans la perspective de capter les flux de capitaux des investisseurs institutionnels. En Afrique du sud par exemple, SAVCA est associé aux débats autour de la réforme du *Financial advisory and intermediaries services Act*. Pour peser sur les législations nationales, SAVCA peut par ailleurs mobiliser le réseau transnational du *private equity* où circule des normes et des références juridiques favorables à ces pratiques

---

<sup>81</sup> C'est particulièrement visible en France par exemple où l'affiliation à l'Association Française des Investisseurs en Capital est une condition pour obtenir un agrément de la part de l'Autorité des Marchés Financiers ; si en Afrique du sud il n'existe pas de telles mesures contraignantes, SAVCA n'en joue pas moins un rôle moteur dans la structuration d'un champ autonome du *private equity*.

<sup>82</sup> Voir notamment KPMG et SAVCA, *Venture capital and private equity industry performance survey of South Africa*, de 2007 à 2015; SAVCA, *Private equity and Venture Capital in South Africa, Industry Review*, 2003; SAVCA et DBSA, *The economic impact of venture capital and private equity in South Africa*, 2009, 2013; SAVCA et EBS, *Case studies compendium. Investing for good, investing for growth*, 2015.

financières<sup>83</sup>. Ainsi, les associations des professionnels du *private equity* comme SAVCA sont de nature hybride à la fois forums professionnels, salons commerciaux, cabinets d'expertises et organismes de lobbying. SAVCA contribue activement à faire exister un champ du *private equity* en Afrique du sud grâce notamment à sa capacité à se positionner à l'interface entre le contexte sud-africain et la communauté transnationale du *private equity*.

Aux côtés de ces associations de professionnels, les institutions financières de développement (IFD) jouent un rôle particulièrement actif dans la structuration et l'animation de la communauté transnationale du capital-investissement. Ces IFD sont généralement des agences publiques autonomes dont le mandat est le financement du secteur privé dans une économie nationale (IDC), à l'échelle régionale (Banque Africaine de développement) ou multinationale (*International Finance Corporation*) ou dans le cadre des politiques de coopération et de développement (Proparco)<sup>84</sup>. Dans le cadre de leur mission, ces institutions disposent d'un panel d'instruments financiers : la dette, la garantie, la prise de participation directe et plus récemment le *private equity*. Les IFD ont jouées un rôle d'entrepreneurs institutionnels dans l'institutionnalisation du dispositif au niveau global et dans sa diffusion dans les années 2000 notamment dans les zones les plus périphériques de l'économie globale.

Tout d'abord les IFD constituent un groupe important d'investisseurs en *private equity* tout particulièrement en Afrique sub-saharienne où elles contribuent fortement à développer un marché de l'investissement en entreprise et une industrie du *private equity*<sup>85</sup>. Mais outre leur apport en capital, les IFD ont participé activement à la production de l'infrastructure matérielle et cognitive du *private equity*. Premièrement, les IFD ont joué un rôle moteur dans la constitution des associations de professionnel du *private equity*. L'IDC et la DBSA par exemple ont été parmi les premiers membres de l'association sud-africaine SAVCA, tandis que l'IFD hollandaise FMO a sponsorisé le lancement de l'association africaine AVCA. Deuxièmement, les IFD ont contribué à réguler l'industrie du *private equity* au niveau global à travers l'édiction d'un corpus de codes de bonne conduite et de normes de référence. A ce titre, le meilleur exemple est certainement les « *Normes de performance en matière de durabilité environnementale et sociale* » produites par l'*International Finance Corporation*. Ces 8

---

<sup>83</sup> Voir par exemple EMPEA, *The Legal Challenges of Private Equity Deal Making in Africa (legal and regulatory bulletin)*.

<sup>84</sup> Les IFD sont engagées dans des relations régulières les unes avec les autres que ce soit via des plateformes régionales comme la « *European Development Finance Institutions* », des projets communs ou des relations bilatérales. Ce tissu de relations institutionnelles et interpersonnelles favorise la circulation des pratiques et des savoirs au niveau transnational.

<sup>85</sup> L'un des tous premiers fonds dédié au développement en Afrique est le « *AIG African Infrastructure Fund* », lancé en mars 2000 pour investir dans les infrastructures en Afrique sub-saharienne et doté de 404 millions de dollars par la Société Financière Internationale, la Banque Africaine de Développement, Proparco, la « *Development Bank of Southern Africa* » mais aussi la compagnie d'assurance américaine AIG. Ce fonds était géré par la société « *Emerging Markets Partnership* » (EMP), l'un des pionniers de la gestion d'actifs sur le continent africain fondée en 1994 par deux anciens de la Banque mondiale. Au total, le fonds investira dans 13 entreprises sur l'ensemble du continent, dont le géant panafricain des télécommunications Celtel, et générera un taux de rendement interne de 22%.

standards encadrent les pratiques des investisseurs au niveau environnemental et social et constituent un socle commun de référence, repris par de nombreux acteurs du *private equity*. Enfin, troisièmement, les IFD alimentent le processus de légitimation du *private equity* sur les marchés financiers et au-delà dans les sociétés où le dispositif est mobilisé. Le travail de légitimation s'appuie sur la publication d'une littérature grise dont l'enjeu est d'établir une corrélation entre les opérations de *private equity* et les retombées économiques, environnementales et sociales positives en termes de création d'emplois par exemple. Par exemple, la DBSA et SAVCA ont co-publiés deux rapports sur les impacts positifs du *private equity* pour l'économie sud-africaine (SAVCA et DBSA 2009 ; 2013) ; de son côté la Banque Africaine de Développement (BAD) a publié en 2012 un rapport intitulé « *Le capital-investissement en Afrique à l'appui de la croissance durable et inclusive* ».

Associations de professionnels et institutions financières de développement sont au cœur de la communauté transnationale du *private equity* où ils jouent un rôle prépondérant dans l'articulation entre les « dynamiques globales et les contextes nationaux » (Morgan et Kubo 2010) en l'occurrence le contexte sud-africain. En effet, ces acteurs se réapproprient et adaptent un ensemble d'outils, de discours et de normes standards qui circulent au niveau transnational afin de légitimer le *private equity* sur la scène nationale. Le dispositif se singularise alors par une double fonction économique et financière.

### **2.2.2. Le cadre cognitif du *private equity***

L'essor du *private equity* et sa reconnaissance institutionnelle s'appuie sur la production d'une « théorie » originale qui fait le lien entre les performances financières et les performances sociales d'un tel dispositif. La légitimité du *private equity* se joue donc à deux niveaux, d'une part au niveau commercial, puisque le *private equity* est un dispositif qui doit générer une plus-value pour les investisseurs, et d'autre part au niveau sociétal, car le *private equity* est un dispositif qui doit générer des retombées sociales et environnementales positives. Ces deux facettes de la légitimité du dispositif, et leur mise en relation, sont le produit d'un intense travail de légitimation de la communauté transnationale du *private equity*. Cette mobilisation prend notamment la forme de la production d'un ensemble de discours et de récits, lesquels, en se diffusant au-delà de leur espace de production, naturalisent les propriétés du dispositif<sup>86</sup>.

Au niveau commercial tout d'abord, les entrepreneurs institutionnels du *private equity* insistent sur la capacité du dispositif à générer des retours supérieurs à ceux d'autres classes d'actifs. Le tableau ci-dessous (figure 1.1) par exemple est extrait du rapport annuel réalisé par SAVCA et KPMG sur l'état

---

<sup>86</sup> Mohamed Oubenal souligne l'originalité du processus de légitimation des produits financiers : « *Ceux-ci se sont développés hors de la sphère productive et n'ont pas une valeur d'usage aussi évidente que celle d'un ordinateur ou d'une chaise. Ils ont donc besoin d'obtenir une reconnaissance. Reconnaissance nécessaire d'autant plus qu'ils peuvent servir à des activités spéculatives et comporter des risques pour le monde économique et, par la même, pour la société* » (Oubenal 2015, 19).

de l'industrie du *private equity* en Afrique du sud. Celui-ci compare à différentes échéances le taux de rentabilité d'un panel de fonds de *private equity*, dans la première colonne, face à trois des principaux index d'entreprises cotées sur la bourse de Johannesburg (JSE)<sup>87</sup>.

Year	CAGR			
	Pooled IRR	ALSI TRI*	FINDI TRI*	SWIX TRI*
10 year	19.1%	18.0%	20.7%	18.6%
5 year	17.7%	16.0%	25.2%	18.0%
3 year	14.1%	19.5%	31.6%	21.6%

Figure 1.1 : Rendement financier du *private equity* face à des index d'actions (SAVCA et KPMG 2015, 52)

Cette capacité à créer de la valeur est déterminante dans la légitimité du *private equity* sur les marchés financiers. Cependant les récits construits par les promoteurs du *private equity* sur sa rentabilité financière font débat au sein même de l'industrie financière<sup>88</sup> et ceux d'autant plus que les données publiées font l'objet d'un filtrage par les promoteurs eux-mêmes.

Ensuite, le *private equity* aurait des impacts, ou des externalités positives pour le développement des entreprises-cibles et des économies. Proparco par exemple distingue d'une part les « impacts quantitatifs », c'est-à-dire le maintien et la création d'emplois, une croissance du chiffre d'affaire et du bénéfice brut des entreprises-cibles lesquels induisent une augmentation des recettes de l'Etat, et d'autre part les « impacts qualitatifs » :

« Les équipes de gestion peuvent, en tant qu'actionnaires, insuffler des bonnes pratiques de gestion, des règles de bonne gouvernance, une organisation plus adaptée, un reporting plus transparent ou une meilleure efficacité des ressources humaines » (Hénin et Touchard 2011, 8).

En Afrique du sud, le potentiel d'« empowerment » du *private equity*, c'est-à-dire l'entrée au capital de l'entreprise de populations discriminées sous l'apartheid apparaît alors comme l'un des impacts majeurs (SAVCA 2015).

Pour mettre en lumière les impacts positifs, les promoteurs du *private equity*, à commencer par les IFD, développent des instruments de mesure. Par exemple, la BAD a développé un cadre spécifique baptisé «Evaluation préalable de l'additionnalité et des résultats en matière de développement »

<sup>87</sup> ALSI correspond à toutes les valeurs du JSE (« all share total return index ») ; FINDI aux valeurs financières et industrielles (« financial and industrial total return index ») ; SWIX, un indice des valeurs du JSE pondéré par la proportion d'actionnariat sud-africain (« shareholder weighted total return index »).

<sup>88</sup> En France par exemple, Jérôme Glachant et ses collègues soulignent les performances financières « moyennes », la forte variabilité des rendements d'un fonds à l'autre ou encore le coût de la rémunération du gestionnaire (Glachant, Lorenzi, et Trainar 2008).



(ADOA) qui évalue la contribution au développement de chacun des fonds dans lesquels la banque investit selon des modes de calculs et des critères établis : nombre d'emplois créés, augmentation des revenus et des impôts versés à l'État, nombre et qualité des nouveaux produits proposés aux consommateurs (BAD 2012).

La légitimité du dispositif *private equity* repose donc sur la production et la diffusion de discours autour de sa capacité à créer de la valeur d'une part et des externalités positives d'autre part. La puissance de tels discours tient d'abord à la légitimité du locuteur et à sa capacité à construire une coalition d'acteurs (Hwang et Powell 2005). Les institutions financières de développement jouent à ce titre un rôle prépondérant en mettant la puissance de l'Etat au service de l'essor du *private equity*. Par ailleurs, ces discours s'appuient sur une infrastructure matérielle, technique et cognitive, comme les outils de mesure des externalités positives, qui mettent en forme et performe le réel (MacKenzie 2006).

Ainsi, l'institutionnalisation du *private equity* repose sur une hybridation des politiques publiques de prises de participation et des LBO de la révolution actionnariale ; autrement dit, l'institutionnalisation du *private equity* en Afrique du sud repose sur la reconnaissance des principes de la valeur actionnariale comme un vecteur de rationalisation des entreprises en faveur des actionnaires mais aussi en faveur du développement économique et social.

### **2.2.3. La lente reconnaissance légale du *private equity* en Afrique du sud**

Si dans la pratique, les investissements en capital se développent de manière précoce en Afrique du sud, il n'en va pas de même de sa reconnaissance légale et de sa régulation. En effet, le terme *private equity* apparaît seulement en 2011 dans la législation sud-africaine dans le cadre d'un amendement du *Pension Fund Act*. Cet amendement donne la définition suivante d'un fonds ou d'une firme de *private equity*:

« a) ses activités principales sont dans les investissements en capital ou quasi-capital dans des entreprises non-cotées en vue de générer une plus-value sur le capital ;  
b) il n'est pas ouvert au « public » tel que défini dans la *Companies Act* (2008) ;  
c) il est géré par une personne ayant le statut de pourvoyeur de services financiers (2003) ou si il s'agit d'un fonds de *private equity* étranger, il est géré par une personne ayant un statut équivalent à la Catégorie I de fournisseur de service financier »<sup>89</sup>.

Avant l'entrée en vigueur de cette loi, le *private equity* n'était pas reconnu comme produit financier par les autorités de régulation puisque le gestionnaire et les investisseurs étaient regroupés dans le cadre de sociétés à responsabilités limitées particulières, les sociétés en commandite -*En commandite*

---

<sup>89</sup> Amendement à la section 28 du *Pension Fund Act* (1956), 4 mars 2011 (traduction non-officielle de l'auteur). Par ailleurs cette loi augmente la part du portefeuille des fonds de pension qui peut être consacré au capital-investissement, d'une limite de 2,5% auparavant à 10%.

*partnership*- qui formalisent une délégation de gestion sans relation d'agence et par conséquent les exclue du périmètre de régulation du « *Financial Service Board* ». Pour cette même raison, les sociétés de gestion de *private equity* ne sont toujours pas reconnues par le *Financial Advisory and Intermediary Services Act* (2002) comme des pourvoyeurs de services financiers, au contraire des gestionnaires de *hedge fund* par exemple.

Ainsi, l'essor de cette industrie s'est fait à la marge du système légal ; néanmoins elle a pu s'appuyer sur un cadre législatif et normatif avantageux en ce qui concerne les mouvements de capitaux et la gestion pour compte de tiers. Par exemple, la concentration de l'épargne des ménages aux mains d'importants fonds de pension et de sociétés d'assurances a généralisé les principes de gestion du portefeuille moderne et le développement d'une gamme de produits financiers « alternatifs » (Montagne 2006). Ainsi, le « *Gouvernement Employees Pension Fund* » (GEPF), le principal fonds de pension du pays, a annoncé en 2012 vouloir investir 5% de ses capitaux dans des fonds de *private equity*.

Depuis 2013, des négociations sont en cours pour réformer le *Financial Advisory and Intermediary Services Act* afin de reconnaître les « nouveaux » acteurs de la finance et notamment l'industrie du *private equity*. Néanmoins, le *Financial Service Board* se heurte d'une part aux réticences des professionnels à l'égard des tentatives de réguler leurs activités, et d'autre part, à la difficulté de tracer les contours de cette industrie et d'identifier des caractéristiques transversales de son personnel<sup>90</sup>. On peut voir dans cette réticence des professionnels une volonté de préserver la flexibilité de la définition du *private equity* en Afrique du sud, laquelle serait menacée par un cadre de régulation standardisé. Ainsi le *private equity* en tant que dispositif incarné par des professionnels préexiste à sa reconnaissance légale en Afrique du sud. Pour autant son développement n'est pas extérieur au droit mais s'appuie au contraire sur un ensemble de normes et de lois dont des entrepreneurs institutionnels se saisissent pour promouvoir leurs intérêts propres, comme par exemple les sociétés en commandite (Bessy, Delpeuch, et Péglise 2011).

#### **2.2.4. Le champ du private equity en Afrique du sud**

A la fin des années 2000, un marché du *private equity* en Afrique du sud s'est donc structuré à l'interface entre les transformations globales du capitalisme et les dynamiques politiques et économiques sud-africaines. Sur ce marché émerge progressivement une « culture locale » (Fligstein 2001) via le développement de l'association SAVCA, l'arrivée d'investisseurs étrangers ou encore le poids croissant d'intermédiaires de marchés. Si un modèle dominant du *private equity* s'impose, le

---

<sup>90</sup> Entretien LvD, conseillère juridique senior, Financial Service Board, 29 mai 2014. Au cours de cet entretien, notre interlocutrice nous a expliqué que les futures accréditations de « gestionnaire de *private equity* » du FSB seront délivrées à partir d'une liste de qualifications reconnues. Toutefois, beaucoup de salariés des sociétés de gestion n'ont pas de qualifications standards en finance mais en mathématique avancée ou même parfois en ingénierie.

champ reste polarisé entre un pôle « commercial » et un pôle « développementaliste », fruit de la trajectoire historique du dispositif.

Plusieurs facteurs contribuent à l'émergence et à la stabilisation d'un champ du *private equity* ; tout d'abord la constitution d'une association de professionnels, insérés dans la communauté transnationale du *private equity*, favorise la circulation et la standardisation des normes en vigueur. Ensuite, l'engagement d'investisseurs institutionnels de référence, qu'il s'agisse de fonds de pension ou d'institutions financières de développement, va susciter une professionnalisation et une « juridicisation » croissante des relations entre investisseurs et gestionnaires d'actifs et la définition progressive d'un cadre légal standard. L'imposition de ce cadre doit beaucoup au rôle des intermédiaires de marchés (consultants, cabinets juridiques d'affaires, auditeurs) qui standardisent les manières de faire du *private equity* en lieu et place des autorités de régulation: statuts du véhicule d'investissement, mécanismes de protection des investisseurs. Toutefois, il faut souligner le flou qui persiste autour des frontières du champ du *private equity* lesquelles constituent un enjeu de lutte et de concurrence entre les acteurs<sup>91</sup>.

Malgré les précautions à prendre par rapport au mode de collecte et de traitement de leurs données, les études de l'association SAVCA restent les plus à même de nous fournir un aperçu du champ du *private equity* en Afrique du sud. Ainsi, on peut se référer à l'étude SAVCA-KPMG «*Venture Capital and Private Equity Industry Performance Survey* », état des lieux annuel du capital-investissement. L'étude de 2015 se fonde sur 91 fonds ou firmes de *private equity* cumulant 171,1 milliards de rands d'actifs en gestion - soit 10,2 milliards d'euros<sup>92</sup>.

Premièrement en ce qui concerne les modèles de gestion en vigueur dans cette industrie le rapport distingue les structures « indépendantes » des structures « captives ». Les structures indépendantes reposent sur la gestion de capitaux pour le compte d'un tiers principalement sous la forme juridique de la société de commandite. Ce partenariat est limité dans le temps et fixe les droits et les devoirs du partenaire-gestionnaire –*general partner*– et des partenaires-investisseurs –*limited partners*. Les structures « captives » en revanche investissent exclusivement les capitaux d'une seule institution (banque, institution financière de développement). Un département spécialisé au sein de l'institution assure la gestion des opérations de *private equity*. En 2014, 54% des capitaux investis sont gérés par des sociétés de gestion indépendantes, 34,5% par des structures « captives » gouvernementales et 8,6% par des structures « captives » privées (SAVCA et KPMG 2015). On entrevoit la cohabitation de deux modèles dominants de gestion par les sociétés de gestion indépendantes et par les institutions publiques et parapubliques<sup>93</sup>. A partir de la figure 1.2 ci-dessous,

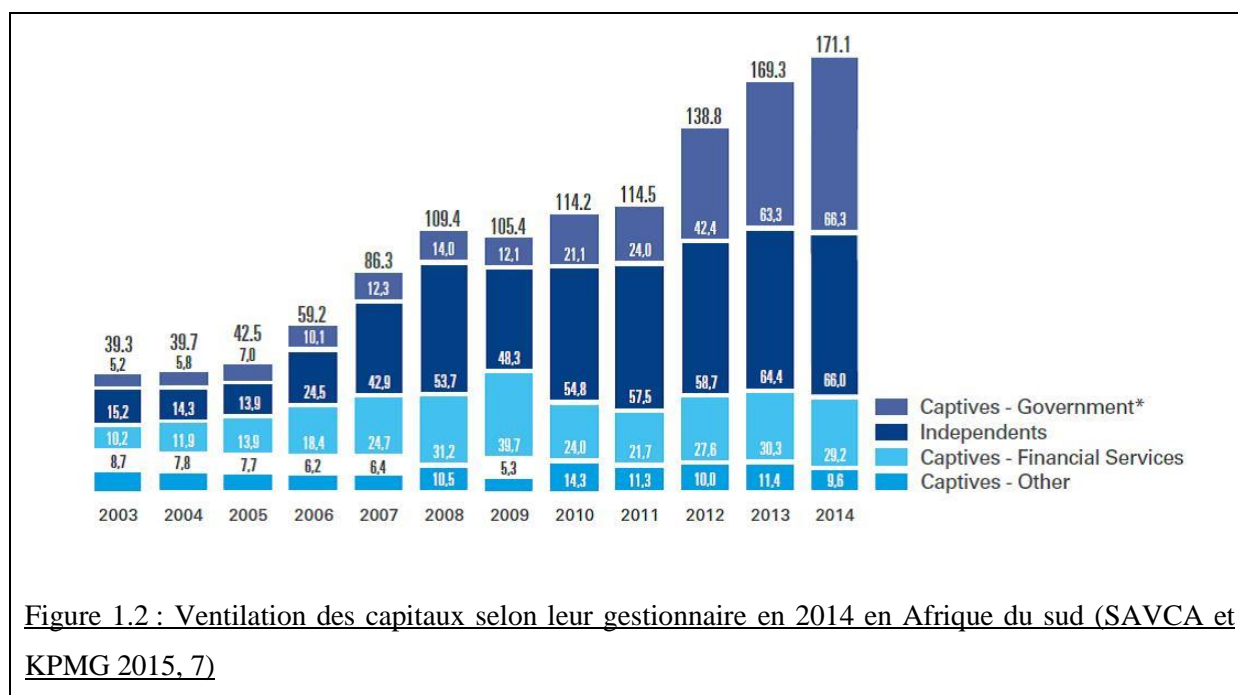
---

<sup>91</sup> Isabelle Guérin dresse un constat similaire dans le cas du champ de la microfinance que l'on peut difficilement délimiter sans se référer aux plateformes des professionnels (Guérin 2015).

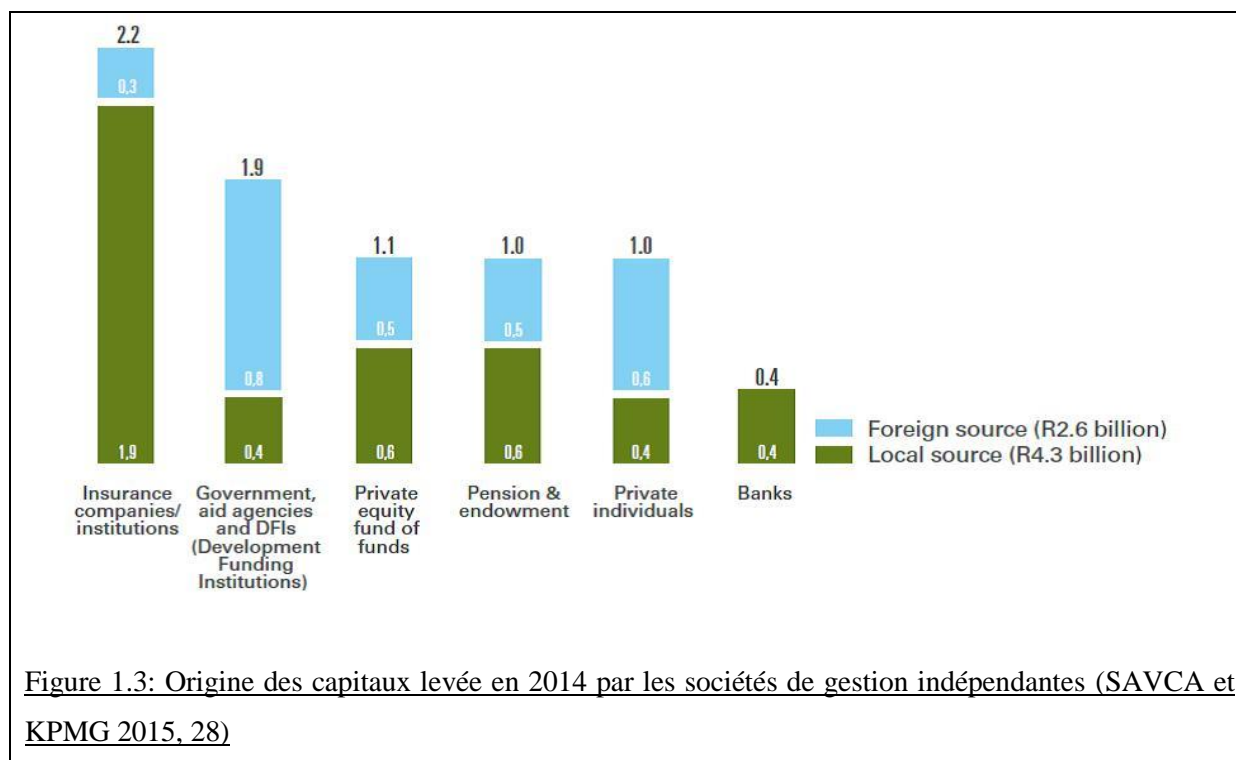
<sup>92</sup> En proportion, les investissements de *private equity* représentent 0,21% du PIB contre 0,81% au Royaume-Uni par exemple mais 0,19% en Inde.

<sup>93</sup> Le fonds de pension GEPIF concentre la majorité des capitaux de cette catégorie.

on voit en Afrique du sud que si les sociétés de gestion indépendantes dominent le marché depuis le milieu des années 2000, l'engagement massif des entités publiques date de 2011/2012 à la suite de la réforme du *Pension fund Act*.



Deuxième constat, les capitaux levés par l'industrie du *private equity* en 2014 proviennent en majorité d'investisseurs sud-africains comme le montre la figure 1.3. Néanmoins, les sociétés de gestion indépendantes drainent une part importante de capitaux étrangers en particulier auprès des institutions financières de développement. A l'inverse les compagnies d'assurance sont les principaux investisseurs dans les structures indépendantes en Afrique du sud.

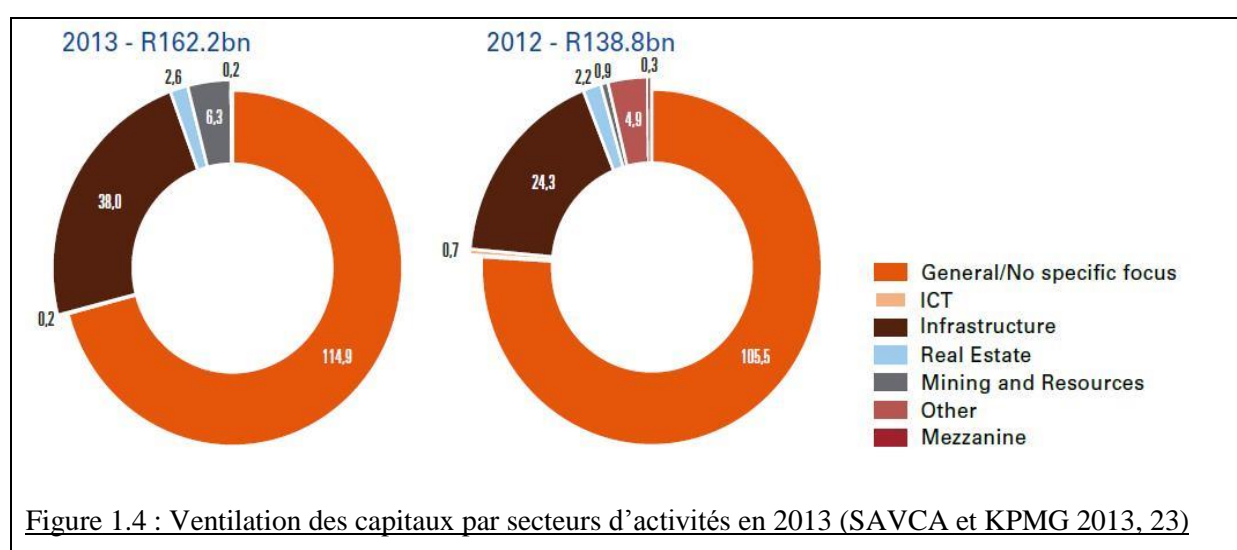


Que ce soit par rapport aux modes de gestion ou à l'origine des capitaux investis, le champ du *private equity* se caractérise par une cohabitation du public et du privé, mais aussi des acteurs nationaux et étrangers. Cette situation est le fruit de la trajectoire historique du dispositif *private equity* en Afrique du sud qui puise ses origines à la fois dans les politiques de développement économique et de discrimination positive d'une part et d'autre part dans le mouvement de la « révolution actionnariale ». On peut donc à première vue identifier un pôle « développementaliste » autour des entités captives gouvernementales et des capitaux des institutions financières de développement étrangères investis dans des structures indépendantes ; et un pôle « commercial » autour des sociétés de gestion indépendantes et des capitaux des investisseurs institutionnels. Si cette séparation en deux pôles peut nous aider à mieux comprendre les rapports de force qui structurent le champ du *private equity* en Afrique du sud, il faut bien voir que ces « pôles » se confondent, se chevauchent et s'auto-influencent dans la réalité comme nous le verrons dans les chapitre suivants.

Ensuite, le rapport répertorie les acteurs et les opérations de *private equity* selon le type de transaction et le type d'entreprises-cibles. Tout d'abord, les auteurs identifient trois types de transactions -*venture capital*, *development capital*, *buy-out*- qui correspondent à la taille des entreprises-cibles, mais aussi à des outils financiers de valorisation comme le levier d'endettement dans le cas des *buy-out* ou le soutien à l'innovation pour le *venture capital*.

Enfin les caractéristiques des entreprises-cibles, c'est-à-dire le mandat de la structure d'investissement, sont aussi des facteurs de classification que ce soit leurs localisations géographiques ou leurs secteurs d'activité. Ces classifications illustrent deux tendances actuelles du champ du *private equity* en Afrique du sud : une régionalisation et une spécialisation sectorielle accrue.

En ce qui concerne la zone géographique, les sociétés de *private equity* se positionnent soit uniquement sur les entreprises sud-africaines soit elles adoptent une stratégie panafricaine qui inclue l'Afrique du sud. Dans le rapport 2015, seul 13,3 milliards de rands, sur les 171,1 milliards que compte l'industrie, ont été investis ou vont être investis au niveau panafricain. Néanmoins une telle dynamique va croissante notamment dans le cadre des récits actuels sur le décollage de l'Afrique (Vallée 2011). Par ailleurs, si les entités « généralistes » ou « agnostiques » restent dominantes dans le champ sud-africain du *private equity*, on note le développement de véhicules spécialisés sur la base d'un secteur (agriculture), d'un marché ou d'un segment de marché (les nouvelles technologies). La figure 1.4 détaille la ventilation par « secteur » ou « industrie » des investissements de *private equity* en 2012 et 2013



Si le secteur agricole ou agroalimentaire n'apparaît pas explicitement dans le graphique, celui-ci fait pourtant l'objet depuis la fin des années 2000 d'une attention accrue de la part de l'industrie du *private equity* en Afrique du sud qui se traduit par exemple par le développement de véhicules d'investissement dédiés à l'agriculture. Avant d'analyser en détail ces véhicules et leurs acteurs dans les parties suivantes, nous allons maintenant revenir sur cet intérêt de la finance et des acteurs du *private equity* en particulier pour l'agriculture ; pour cela, un nouveau détour par le global s'impose.

### 2.3. Private equity et agriculture

Le secteur agricole et les industries agroalimentaires sont restés pendant longtemps en dehors des radars de l'industrie du *private equity* dans l'Afrique du sud postapartheid. La volatilité des prix des produits agricoles, les risques climatiques et le contrôle de la profession agricole sur les institutions sectorielles ont découragé les investisseurs extérieurs. Comme le note Henry Bernstein (Bernstein 2013) les premières transactions de *private equity* dans le secteur se font au bénéfice de groupements BEE comme la vente en 2003 de l'exploitation viticole « *Boschendal wine estate* » précédemment détenue par Anglo-American.

Pourtant dans le cadre des « crises multiples » (Margulis, McKeon, et Borras Jr 2013), notamment financière et alimentaire, un nouveau discours va émerger au niveau mondial, repris ensuite en Afrique du sud, qui présente l'agriculture comme une « nouvelle classe d'actifs » (Chen et al. 2013). Le *private equity* apparaît à la fois comme un vecteur privilégié des investisseurs institutionnels d'une part et des institutions de développement d'autre part pour s'engager dans l'agriculture.

### **2.3.1. Intégrer l'agriculture dans un portefeuille diversifié**

L'intérêt des investisseurs institutionnels pour l'agriculture, et plus particulièrement pour le foncier agricole, n'est pas un phénomène complètement nouveau. En effet, les fonds de dotation des universités américaines se sont tournés dès les années 1980 vers l'acquisition d'exploitations agricoles aux Etats-Unis (Gunnore 2014). Cet intérêt s'inscrit dans le cadre de la théorie du portefeuille moderne développée en 1952 par Markowitz (Markowitz 1952). Cette théorie financière aujourd'hui dominante pour la construction d'un portefeuille de titres, tend à dissoudre le risque spécifique associé à un actif dans le cadre d'un portefeuille diversifié et complémentaire en vertu de la force de la moyenne. Pour cela, les investisseurs se doivent d'analyser la variance et la covariance entre les différents titres et actifs qui composent leur portefeuille. Les exploitations agricoles trouvent grâce aux yeux des investisseurs institutionnels car celles-ci auraient un faible niveau de corrélation avec les actions et constituent une bonne couverture contre l'inflation. Les fonds de dotation, en tant qu'investisseur de long terme (Aglietta et Rigot 2009), sont pionniers dans la mise en œuvre de politiques de diversification originales et se tournent vers de « nouvelles » classes d'actifs comme les exploitations forestières et agricoles (Campbell 2011). Progressivement, une véritable industrie de l'investissement agricole se met en place aux Etats-Unis notamment autour du « *National Council of Real Estate Investment Fiduciaries* » (NCREIF), qui centralise les données sur le marché du foncier agricole, et des sociétés de gestion agricoles<sup>94</sup> (Gunnore 2014).

Si cet intérêt des investisseurs institutionnels pour les exploitations agricoles est resté longtemps cantonné aux Etats-Unis, les crises financière et alimentaire de 2007/2008 ont bouleversé la donne et l'intérêt des marchés financiers pour l'agriculture s'est mondialisé. Ce retournement est formaté et véhiculé au sein d'arènes transnationales, qui regroupent une multitude d'entrepreneurs financiers – sociétés de gestion d'actifs, consultants<sup>95</sup>-, et qui cherchent à promouvoir l'agriculture comme un espace de valorisation du capital. A la suite de James William, on peut qualifier ces arènes d' « *AG space* » global (Williams 2014) lesquelles prennent par exemple la forme de conférences

---

<sup>94</sup> Comme la société « Hancock Agricultural Investment Group » qui gère environ 230 000 hectares de terre agricoles pour le compte de ces clients sur lesquels ils produisent du maïs, des amandes, des vignes, des pommes etc.

<sup>95</sup> Comme par exemple la firme « Highquest Partner » qui est à l'origine des conférences « *Global AgInvesting* » et offre ses services d'intelligence économique dans le domaine agricole.

internationales<sup>96</sup> qui ont pour objectif de mettre en contact les investisseurs et les entrepreneurs financiers spécialisés dans l'agriculture. Outre ces conférences, il existe aussi des listes de diffusion et des newsletters spécialement dédiées aux opportunités d'investissement dans l'agriculture<sup>97</sup>. Ces entrepreneurs financiers sont donc engagés dans une mobilisation collective transnationale afin d'être reconnu comme acteur à part entière de l'industrie financière mondiale, détenteur d'une expertise et d'un savoir-faire spécifique quant à la gestion d'une classe d'actifs agricoles émergente.

Dans le cadre de cette mobilisation, ils ont développé un répertoire cognitif et discursif original en faveur des investissements agricoles qui s'appuie sur des projections macro-économiques et des analyses financières<sup>98</sup>. Au niveau macro-économique, ces récits mettent l'accent sur la rareté des ressources agricoles, à commencer par la terre, dans une perspective malthusienne qui insiste sur l'accroissement futur de la demande en produits agricoles<sup>99</sup>. En termes d'analyse financière, les promoteurs des investissements agricoles soulignent la faible corrélation de l'agriculture avec les autres classes d'actifs. Cet argument porte d'autant plus dans le contexte post crise financière de 2007/2008 qui a illustré l'interpénétration et l'interdépendance des différents marchés financiers entre eux. Le développement du marché de l'investissement agricole aux Etats-Unis et les données historiques collectées par le NCREIF ont permis d'étayer le profil risque/retour de cette classe d'actifs émergente et ainsi de la comparer aux autres classes d'actifs afin d'en faire la promotion auprès des investisseurs potentiels comme l'illustre la figure 1.5. Ainsi, les exploitations agricoles américaines auraient un taux de rentabilité nominal annuel de 11% entre 1970 et 2009 (Goldberg et al. 2010).

---

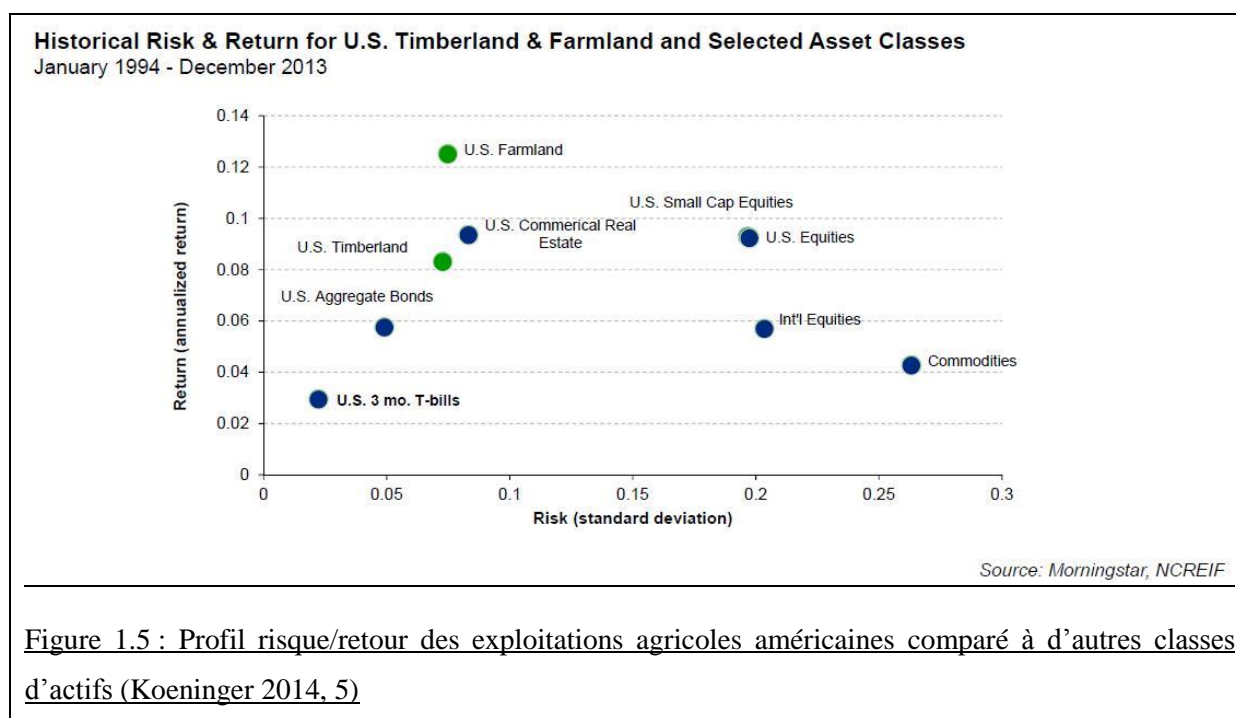
<sup>96</sup> Comme par exemple les séries de conférences « *Global AgInvesting* », « *Ag innovation showcase* » et « *Terrapinn Agriculture Investment Summit* », lesquelles se tiennent plusieurs fois par an et sur plusieurs continents.

<sup>97</sup> Comme par exemple la newsletter de la société de gestion d'actifs « *Duxton Asset Management* ».

<sup>98</sup> Pour approfondir sur ce répertoire de légitimation, on pourra se référer aux rapports suivants : Julie Koeninger, *A farmland investment primer*, 2014; Highquest Partners, *Private Financial Sector Investment in Farmland and Agricultural Infrastructure*, 2010; Goldberg et al. *Farmland investing: A technical note*, 2012; Garner et Brittain, *Farmland as an alternative investment asset class*, 2012.

<sup>99</sup> Ces discours reposent sur les projections démographiques en circulation selon lesquelles il faudra nourrir neuf milliards d'êtres humains d'ici 2050. De plus, avec les transformations des habitudes alimentaires dans les pays émergents qui conduisent les classes moyennes à consommer de plus en plus de produits laitiers et carnés, cette pression sur l'offre de produits agricoles s'accroît. Les usages non agricoles du foncier, comme par exemple l'expansion des villes mais aussi la production de biocarburant réduit aussi les terres disponibles pour la production de nourriture. La crise alimentaire de 2007/08 est alors interprétée comme la première manifestation de cette pression mondiale sur la production agricole.





Derrière la promotion de l'agriculture comme classe d'actifs on trouve une pluralité de produits financiers qui sont autant de moyens pour cette industrie financière de « saisir » l'agriculture pour les investisseurs institutionnels. Dans une tentative de caractérisation, Ray Goldberg et ses collègues dressent une typologie de ces produits financiers qui offrent une « exposition » à l'agriculture en distinguant les produits dérivés et les fonds indiciels *-index funds and exchange-traded funds-* sur les marchés à terme de produits agricoles ; les actions et les parts sociales des entreprises agricoles et agroalimentaires ; et enfin, les fonds d'investissements spécialisés dans le foncier agricole (Goldberg et al. 2010). A l'exception du premier groupe, ces produits financiers sont des prises de participation au capital d'entreprises en vue de la réalisation d'une plus-value et, malgré leurs divergences, la valorisation des exploitations agricoles ou des entreprises agroalimentaires et agroindustrielles repose dans ces deux cas sur l'application des principes de la valeur actionnariale. Enfin, ces produits financiers reposent sur un processus de titrisation et le principe d'une délégation de gestion.

L'importation du dispositif *private equity* dans l'agriculture mondiale s'inscrit dans le renouveau des perceptions sur l'agriculture de plus en plus perçue désormais comme une classe d'actifs. L'essor d'un *private equity* agricole se situe au croisement d'un intérêt accru des investisseurs institutionnels et d'un renouvellement de l'agenda du développement international.

### 2.3.2. Investir dans l'agriculture au nom de la sécurité alimentaire

Outre les investisseurs institutionnels privés, la mobilisation du *private equity* dans l'agriculture est aussi l'œuvre d'acteurs publics et notamment des institutions financières de développement. A la différence des premiers, cette dynamique ne s'inscrit pas dans une stratégie de diversification du portefeuille, mais se fait plutôt au nom de la sécurité alimentaire.

La notion de sécurité alimentaire est apparue dans le courant des années 1980 puis s'est imposé comme une problématique légitime dans les arènes et les forums internationaux dans la décennie suivante<sup>100</sup> (Berumen Colin 2010). Au lendemain de la crise alimentaire et des émeutes de la faim de 2007/2008, le référentiel de la sécurité alimentaire va être réactualisé et re-problématisé. L'accent est alors mis sur la nécessité d'accroître les investissements dans l'agriculture<sup>101</sup> afin de susciter une « seconde révolution verte » ou une « révolution doublement verte » (Griffon 2002). La captation des capitaux détenus par les fonds de pension, les fonds de dotation ou encore les fonds souverains s'impose alors comme un enjeu majeur des politiques de développement, ce que l'on peut qualifier de « politique de l'effet levier ». L'extrait ci-dessous, tiré des conclusions d'un rapport de la FAO sur le rôle des investisseurs privés dans l'agriculture des pays du Sud, illustre bien l'importance accordée à ces acteurs dans la conception des politiques de sécurité alimentaire :

*« Il est fort probable que les investisseurs institutionnels privés vont continuer à jouer un rôle important dans le paysage économique et financier de ces pays, aussi longtemps que le climat des investissements sera favorable et leur donnera des incitations financières en compensation des risques estimés. Le fait est qu'encourager l'engagement des investisseurs privés, à la fois externe et interne, est un facteur critique pour le développement socio-économique de long terme de n'importe quel pays et de n'importe quel secteur économique » (FAO 2009, 22).*

La politique de l'effet levier repose sur la mobilisation d'outils originaux comme les fonds de garantie (Servet 2007) ou bien les fonds et les firmes de *private equity*. Ces « innovations » financières permettraient, en associant capitaux publics et privés, de réduire les risques pour les investisseurs institutionnels privés tout en augmentant les ressources alloués aux politiques de développement. Ainsi dans la présentation de ses activités de *private equity* sur le continent la BAD déclare :

*« Pour chaque dollar que la Banque africaine de développement place dans un fonds, cinq dollars supplémentaires sont investis par d'autres institutions » (BAD 2012, 3).*

Mais la notion d'effet levier, ou effet catalytique, se réfère aussi à la capacité d'action élargie que confère cet instrument aux IFD. Le directeur du *private equity* à la Banque européenne d'investissement souligne cet autre effet multiplicateur :

---

<sup>100</sup> Le sommet mondial de l'alimentation tenu à Rome en 1996 marque ainsi l'affirmation de la sécurité alimentaire comme enjeu légitime du développement mondial : « La sécurité alimentaire existe lorsque tous les êtres humains ont, à tout moment, un accès physique et économique à une nourriture suffisante, saine et nutritive leur permettant de satisfaire leurs besoins énergétiques et leurs préférences alimentaires pour mener une vie saine et active » (FAO 1996).

<sup>101</sup> « Les options de politique économique disponibles à court terme incluent l'établissement de filets de sécurité et de protection sociale en faveur des consommateurs les plus vulnérables, en milieu urbain comme en zone rurale, ainsi que des mesures d'incitation en direction des petits agriculteurs pour stimuler l'offre à court terme. L'amélioration des politiques commerciales peut aussi se traduire par des gains substantiels. À plus long terme, il importe d'agir sur les déterminants fondamentaux susceptibles de favoriser l'investissement, tant public que privé, dans l'agriculture et d'améliorer le fonctionnement des marchés », (Conférence de haut niveau sur la sécurité alimentaire mondiale 2008, 44).

« JP : C'est très difficile depuis le Luxembourg avec une petite équipe, de levée des fonds, de structurer, et de suivre les investissements en Afrique, c'est pour ça qu'on travaille beaucoup à travers des fonds. Et ça a un effet catalytique, un investissement dans un fonds qui investit dans 15 entreprises plutôt qu'une personne qui investit dans une seule compagnie »<sup>102</sup>.

Outre l'effet levier, le *private equity* jouirait d'autres atouts en faveur du développement agricole et de la sécurité alimentaire selon ses promoteurs. Tout d'abord, il permettrait d'accéder aux petites et moyennes entreprises que les IFD n'avaient pas les moyens d'atteindre auparavant avec leurs produits de dette et de garantie<sup>103</sup>. Le *private equity* permet alors de financer les entreprises du « *missing middle* » (Milder 2008) dans les chaînes de valeur agroalimentaires des pays du Sud. Ce niveau intermédiaire serait en effet privé d'accès aux capitaux, échappant à la fois aux périmètres d'action respectifs des institutions de microfinance en amont et des banques commerciales en aval. De plus l'essor du *private equity* repose aussi sur l'idée que ce dispositif ne serait pas uniquement un apport de capitaux à l'entreprise-cible mais aussi un apport d'expertise à leurs dirigeants. Ainsi le dispositif du *private equity* apporterait une contribution décisive aux objectifs génériques du développement international que sont la sécurité alimentaire et la réduction de la pauvreté comme le résume l'extrait du rapport ci-dessous :

« Les attentes placées dans l'agrobusiness moderne sont une opportunité pour le *private equity*. Les firmes de *private equity* peuvent apporter du capital, stable et patient, aux agrobusiness qui peuvent être en difficulté à cause de la nature instable de leurs flux de trésorerie et de l'inexistence des infrastructures bancaires sur de nombreux marchés. Les firmes de *private equity* peuvent apporter une expertise pour aider les agrobusiness à grandir, renforcer leurs relations avec les banques, améliorer la gestion de leurs fonds propres, rendre l'entreprise plus durable (...) La croissance dans l'agriculture permet de réduire davantage la pauvreté que la croissance dans n'importe quel autre secteur. La majorité des pauvres dans le monde sont des fermiers, et ils vivent et travaillent souvent à côté des foyers de population qui connaissent une forte croissance de la demande en produits agroalimentaires. Ces fermiers manquent souvent de capital, de connaissance, de moyens techniques et d'infrastructures pour profiter de la croissance du marché. Par conséquent, les firmes de *private equity* spécialisées dans l'agrobusiness ont un énorme potentiel pour accélérer le développement et

---

<sup>102</sup> Entretien téléphonique JP, directeur du département *private equity*, Banque Européenne d'Investissement, 12 octobre 2013.

<sup>103</sup> Parmi les rapports et les publications sur le sujet on peut mentionner: FAO, *Agricultural investment funds for developing countries*, 2010; FAO, *Foreign investment in developing country agriculture. The emerging role of private sector finance*, 2009; Marie Garcin et Gilles Peltier, *Relever le défi de la sécurité alimentaire en Afrique sub-saharienne : sous quelles conditions les fonds d'investissement peuvent-ils-y contribuer ?* 2012; Crédit Suisse, CDC, EMPEA, IFC, WWF, *Private equity and emerging market agribusiness: Building value through sustainability*, 2015.

*constituent dans le même temps des opportunités commerciales attractives* » (Crédit suisse et al. 2015, 4).

Les institutions financières de développement promeuvent donc le *private equity* dans le cadre du retour de la question de la sécurité alimentaire sur l'agenda du développement international. Pour cela, elles s'engagent et travaillent aux côtés d'autres groupes d'acteurs comme des associations, des consultants mais aussi des investisseurs institutionnels privés notamment dans le cadre des conférences internationales sur le financement du développement<sup>104</sup> et de groupes d'experts internationaux<sup>105</sup>. En 2015, une coalition d'organisation regroupant deux IFD, une association de professionnel du *private equity*, un investisseur institutionnel reconnu et une ONG de protection de l'environnement a ainsi publié un rapport intitulé : « *Le private equity et les marchés agroalimentaires émergents : construire de la valeur grâce à la durabilité* » (Crédit Suisse et al. 2015), dont est tiré l'extrait précédent. Par conséquent, si les investisseurs institutionnels et les institutions financières de développement promeuvent le *private equity* dans l'agriculture selon des logiques et des rationalités qui leurs sont propres, il existe des passerelles et des interactions entre les deux groupes d'acteurs.

En Afrique du sud, des coalitions d'acteurs hétérogènes –institutions financières de développement, investisseurs institutionnels, société de gestion d'actifs- se réapproprient le dispositif du *private equity* au nom de la sécurité alimentaire. Les promoteurs sud-africains du *private equity* dans le champ de l'intermédiation financière agricole s'inscrivent souvent dans une perspective non pas seulement nationale mais aussi régionale en se proposant de drainer les capitaux externes jusque dans les zones rurales reculées du continent africain. En effet, de nombreux pays africains ont été particulièrement touchés par la crise alimentaire et l'Afrique sub-saharienne et constituent à ce titre une cible pour les initiatives bilatérales et multilatérales en faveur de la sécurité alimentaire. Face au faible développement des systèmes financiers nationaux (Mvogo 2012), l'Afrique du sud et son système financier s'impose comme interface régionale dans le cadre des politiques de l'effet levier pour la sécurité alimentaire en Afrique.

### **2.3.3. Fonds et firmes de private equity dans l'agriculture**

L'essor du dispositif *private equity* dans l'agriculture mondiale s'inscrit au croisement de deux dynamiques qui s'autoalimentent et tendent à se rapprocher : la recherche par les investisseurs institutionnels d'actifs non corrélés aux marchés financiers dans un contexte post-crise financière, et, l'affirmation d'un nouveau référentiel sectoriel dans les politiques publiques agricoles qui articule la sécurité alimentaire comme fin et l'effet levier comme moyen. Le dispositif est donc saisi par une pluralité d'acteurs dans le cadre de fonds ou de firmes dédiés à l'agriculture qui collectivement incarnent un sous-champ émergent du *private equity* agricole.

<sup>104</sup> Lesquels se sont tenus d'abord à Monterrey en 2002, puis à Doha en 2008 et enfin à Addis-Abeba en 2015.

<sup>105</sup> C'est le cas par exemple le « Groupe pilote sur les financements innovants pour le développement » au sein duquel il existe un Comité pour les financements innovants dans l'agriculture.

A notre connaissance le « *Agribusiness partners international fund* » crée en 1996 est le premier fonds d'investissement en capital spécialement destiné à l'agriculture et aux agroindustries dans les pays de l'ex-union soviétique. Son promoteur, *Burlington Capital Group*, et ses investisseurs étaient des acteurs privés, mais le fonds a bénéficié d'une garantie de l'OPIC, l'IFD américaine. Créé pour bénéficier des privatisations dans ces économies, ce fonds a investi dans 7 entreprises, dont il céda ensuite les parts à de grands groupes agroalimentaires. En Afrique, le « *Actis Africa Agribusiness Fund* » crée en 2006 est le pionnier du genre. La CDC, l'IFD britannique, en est à l'origine afin de céder les parts que l'institution détenait dans 6 entreprises agroalimentaires africaines<sup>106</sup>.

Depuis, ce type de véhicule financier a connu un développement rapide. Le rapport « *Private equity and emerging market agribusiness: Building value through sustainability* » (Crédit Suisse et al. 2015) par exemple recense 40 fonds spécialisés dans l'agriculture en activité au niveau mondial. Shepard Daniel d'une part (Daniel 2012), Laura Silici et Anna Locke (Silici et Locke 2014) d'autre part ont pour leur part mis en évidence l'ampleur du phénomène en Afrique sub-saharienne. Enfin, Lauren Thomas s'est intéressée plus particulièrement à 10 fonds de *private equity* actifs dans l'agriculture en Afrique Australe (Thomas 2012). Ces travaux de recensement ont le mérite de mettre en lumière l'ampleur du phénomène, mais ces études sont toutes confrontées aux problèmes liés à la délimitation du sous-champ du *private equity* agricole. En ce qui nous concerne, nous souhaitons davantage analyser les formes concrètes et diverses de mobilisation du dispositif *private equity* à travers nos études de cas sans délimiter *à priori* son champ d'application.

#### Encadré 1.1 : Quantifier le « *private equity* agricole » en Afrique du sud

Quantifier le volume d'investissement des fonds et firmes de *private equity* dans l'agriculture en Afrique du sud et en Afrique sub-saharienne est un exercice délicat tant les données sont difficiles d'accès et sujet à caution. En effet, la grande majorité des études produites utilisent pour leur recensement la plateforme d'intelligence financière spécialisée dans les « actifs alternatifs », Prequin.

Laura Silici et Anna Locke ont recensé, à partir d'une revue de la littérature et de la plateforme Prequin, 27 fonds ou firmes de *private equity* dédiés à l'agriculture et l'agroalimentaire en Afrique sub-saharienne depuis 2005<sup>107</sup>. En cumulée pour 21 d'entre eux, leur capitalisation totale s'élève à 5,9 milliards de dollars, soit 18% des capitaux levés par l'industrie du *private equity* pour investir en Afrique sub-saharienne (Silici et Locke 2014).

L'étude de Lauren Thomas recense quant à elle 10 fonds de *private equity* actifs dans l'agriculture en Afrique Australe dont des fonds « généralistes » (Thomas 2012). Au total, les 10 fonds ambitionnaient

<sup>106</sup> Entretien téléphonique A.T, consultant spécialisé dans les investissements agricole en Afrique et ex-chargé d'investissement pour la CDC, 23 mars 2015.

<sup>107</sup> Auxquels s'ajoute dans leur recensement, 26 fonds ou firmes investissant dans plusieurs secteurs économiques dont l'agriculture.

en 2012 de réunir plus de 5 milliards de \$US. Toutefois, la part réelle dédiée aux investissements agricoles n'est pas connue, pas plus que leur capacité à atteindre les objectifs de capitalisation fixés.

En ce qui concerne notre panel, nous disposons de données pour 12 fonds ou firmes exclusivement dédiés à l'agriculture (AAF, AAF-SME, Agri-life, CroissanceFutureAgri Fund I, Goldenlands Fund, Cédre, Emvest, Faucon, Agriteam, Glands, Granary Investment, AATIF). Au total, les capitaux investis ou disponibles pour les investissements représentent 1,7 milliards de dollars. Cependant, la « nature » de ces investissements agricoles est très variable ; par exemple les 194 millions de \$US de l'Agriteam ou encore la majorité des capitaux investis par la société Cédre ont financé l'acquisition d'actions sur le Johannesburg Stock Exchange.

Toutefois, ce chiffre constitue un indicateur du volume de capitaux qui circulent vers l'agriculture, principalement en Afrique du sud mais aussi en Afrique sub-saharienne, à travers les filières agro-financières du *private equity*. A titre de comparaison, le gouvernement sud-africain dédie en moyenne depuis 1994 1,4% de son budget national aux dépenses dans l'agriculture, un peu plus de 414 millions de \$US principalement dans le cadre de programmes de recherche et de développement (Liebenberg 2013). Par ailleurs, l'industrie du *private equity* a géré près de 12 milliards de \$US en 2014 (SAVCA et KPMG 2015). Même si de telles comparaisons doivent être traitées avec précaution, il apparaît toutefois une contribution relativement importante des fonds et des firmes de *private equity*.

### 3. Conclusion du chapitre

L'objectif de ce premier chapitre était de contextualiser et d'historiciser l'émergence des filières agro-financières du *private equity* que nous allons analyser dans les chapitres suivants. Dans la première partie l'analyse s'est intéressée à la constitution d'un champ de l'intermédiation financière agricole en Afrique du sud. Ce champ autonome s'est structuré dans l'entre deux guerres et dans les premières décennies de l'apartheid autour de la *Land Bank* d'une part et des banques commerciales d'autre part. Les mécanismes de circulation et d'allocation des capitaux mobilisés par ces institutions financières s'inscrivent alors dans un système de régulation sectorielle dominé par l'Etat et la profession agricole. Mais à partir de la fin des années 1970, ces circuits de capitaux entrent en crise en même temps que l'économie nationale et le système de la cogestion sectorielle. La fin de l'apartheid marque un renouvellement des circuits de capitaux, malgré la pérennité des institutions financières sectorielles, caractérisé par la remise en cause de la médiation du binôme Etat-profession agricole au profit d'une intermédiation par les professionnels de la finance.

L'analyse conduite a mis l'accent sur la coévolution entre les dispositifs d'intermédiations financières d'une part et l'organisation sectorielle de l'agriculture d'autre part. A ce titre, la domination de la filière agro-financière de la *Land Bank* dans les années 1960 marque un moment historique de sectorisation de l'agriculture sud-africaine. La filière agro-financière de la *Land Bank* constituera alors pour la suite de notre étude un étalon de référence face notamment aux filières du *private equity*.

Dans la deuxième partie, l'étude généalogique permet d'inscrire nos études de cas dans une trajectoire historique de long terme. En effet, le dispositif du *private equity* a connu depuis ses origines plusieurs phases, marquées par sa mobilisation dans des territoires et des espaces sociaux pluriels : les politiques de développement économiques « racialisées » en Afrique du sud, le capitalisme actionnarial américain, les politiques de développement dans les pays du Sud, la restructuration de l'économie sud-africaine postapartheid. A chaque étape, le dispositif mute sous l'effet des usages multiples des acteurs et à la suite des controverses dont il fait l'objet. Les fonds et les firmes de *private equity* spécialisés de notre panel, engagés dans l'agriculture en Afrique du sud et en Afrique sub-saharienne, constituent alors la dernière étape de la circulation du dispositif. Dans les chapitres suivants nous serons donc attentifs aux ruptures et aux continuités par rapport aux formes historiques du *private equity* que nous avons identifié.

Après ce détour historique, il nous est désormais possible d'analyser l'émergence de filières agro-financières du *private equity* en Afrique du sud. Dans le chapitre suivant, nous allons présenter et analyser les trois groupes d'acteurs qui font et incarnent ces filières particulières, c'est-à-dire les investisseurs institutionnels, les gestionnaires d'actifs et les dirigeants d'entreprises. En effet, si le *private equity* cristallise des savoirs et des rapports de force, la position et les ressources des acteurs qui le mobilisent déterminent tout autant les usages concrets du dispositif.

## Chapitre 2 : Les acteurs des filières agro-financières du *private equity*

---

Les filières agro-financières du *private equity* mettent en relation trois groupes d'acteurs : les investisseurs institutionnels, les sociétés de gestion –les gestionnaires- et les dirigeants d'entreprises. Avant d'analyser dans les chapitres suivants les mécanismes qui structurent leurs mises en relation, c'est-à-dire le dispositif *private equity* en lui-même, ce chapitre dresse un état des lieux du sous-champ du *private equity* agricole en Afrique du sud et en Afrique sub-saharienne.

Les acteurs engagés dans les filières sont ancrés dans des champs spécifiques au sein desquels ils occupent une position qui est fonction de la structure de leurs capitaux. Par conséquent, afin de saisir les ressorts de leurs engagements dans les filières agro-financières du *private equity* et leurs usages spécifiques du dispositif, il est important de situer les acteurs et d'explicitier la structure de leurs capitaux. Les trois groupes d'acteurs sont ainsi engagés sur des marchés socialement construits structurés par des « conceptions du contrôle » originales qui légitiment des cadres organisationnels, des pratiques professionnelles et des formes de concurrence (Fligstein 2001).

A partir de notre panel d'étude, nous considérerons tour à tour les trois groupes d'acteurs en examinant pour chacun les rapports sociaux dans lesquels ils sont pris<sup>1</sup>.

### 1. Les sociétés de gestion de *private equity*

Au centre des filières agro-financières de *private equity*, les sociétés de gestion sont des organismes de collecte et de gestion d'épargne et elles jouent un rôle pivot dans la mise en relation et le cadrage d'une offre et d'une demande de capitaux. Tout d'abord, nous détaillerons les caractéristiques des 18 sociétés de gestion de notre panel. Puis, nous nous intéresserons plus particulièrement aux carrières et aux fonctions des dirigeants et des employés des sociétés de gestion. A travers les parcours de leurs dirigeants-fondateurs, les « partenaires seniors », nous reviendrons sur le processus de construction sociale de ces entrepreneurs financiers.

Enfin, en analysant la cohabitation au quotidien des différents métiers au sein de ces sociétés nous verrons comment elles parviennent à se positionner à l'interface entre finance et agriculture.

---

<sup>1</sup> Le tableau en annexe 1 détaille les caractéristiques générales des trois groupes d'acteurs.



### **1.1. Typologie des sociétés de gestion**

Le tableau ci-dessous détaille les caractéristiques des 18 sociétés de gestion de notre panel.

Tableau 2.1 : Typologie des sociétés de gestion<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Ce tableau a été réalisé à partir de la collecte de données dans la littérature grise produites par ces entreprises, des entretiens réalisés et des études réalisées par les associations de professionnels du *private equity*. A ce titre, l'annuaire annuel préparé par SAVCA (SAVCA 2015) a été très utile notamment en ce qui concerne le nombre de cadres employés par chacune des sociétés de gestion. A la demande de leurs dirigeants les noms de plusieurs sociétés de gestion ont été modifiés.

	<b>Pays d'implantation</b>	<b>Statut de la société</b>	<b>Expertise</b>	<b>Nombre de fonds/Actifs sous-gestion</b>	<b>Nombre de directeurs et chargés d'investissement</b>	<b>Date de création</b>
<b>Mafissa</b>	Afrique du sud Ile Maurice Kenya Zambie	Indépendante	Agroalimentaire Logement Panafricain	2 - près de 3,3 milliards de rands d'actifs sous gestion	11	2005
<b>Dalvabank Agri fund manager</b>	Ghana Afrique du sud Ile Maurice	Indépendante (filiale de la banque Dalvabank)	Agriculture et agroalimentaire Panafricain	1 – 540 millions de rands d'actifs	5	2010
<b>Agri-life fund manager</b>	Afrique du sud Ile Maurice	Indépendante (filiale de la compagnie d'assurance Sanlam)	Agriculture et agroalimentaire Panafricain	1 (et un fonds II en projet)- 1,5 milliards de rands d'actifs	6	2008
<b>FUU Agri Asset Manager</b>	Afrique du sud Ile Maurice	Indépendante (filiale de la compagnie d'assurance Old Mutual)	Agriculture Panafricain	2 (et un fonds II en projet)	4	2006
<b>Croissancefuture</b>	Afrique du sud	Indépendante (filiale de la compagnie d'assurance Old Mutual)	Généraliste (devises, « fonds de développement », produit de dette) Afrique du sud	Environ 25 fonds –160 milliards de rands d'actifs (2015)	39	1994
<b>Goldenstreet Capital</b>	Angleterre Zimbabwe	Indépendante	Agriculture et agroalimentaire Panafricain	1	9	2007
<b>Cédre</b>	Afrique du sud	Indépendance (filiale de la société d'investissement PSG)	Agriculture et agroalimentaire Panafricain	1 – 6 milliards de rands d'actifs (2014)	2 (jusqu'en 2012, puis restructuration et élargissement de l'équipe)	2006
<b>Emerging Asset Management</b>	Afrique du sud Angleterre	Indépendante	Agriculture et agroalimentaire Marchés émergents	1		1997-2013
<b>Faucon Capital</b>	Angleterre	Indépendant	« Actifs alternatifs » Afrique et Europe de l'est	2		2006
<b>Agriteam</b>	Afrique du sud	Indépendante	Agriculture et agroalimentaire Afrique du sud	1- 2,4 milliards de rands d'actifs		2013
<b>Glands Private</b>	Afrique du sud	Indépendante	Agriculture	4	5	2009

Equity			Petites et moyennes entreprises Afrique australe			
<b>RussellwaterAgri</b>	Afrique du sud Australie Argentine	Indépendante	Agriculture et agroalimentaire Afrique du sud, Australie, Argentine	2 + activités dans la production agricole, la commercialisation et le transport des produits agricoles	4	2003
<b>Integrity</b>	Afrique du sud	Indépendante (filiale de la société d'investissement PSG)	Généraliste-transaction <i>Black-economic empowerment</i> Afrique du sud	1 – 2 milliards de rands d'actifs (2014)	4	2006
<b>Melasse Private Equity</b>	Afrique du sud	Indépendante	Généraliste Afrique du sud	1 – 463 millions de rands d'actifs	4	2005-2015
<b>Inspiration Evolution Management</b>	Afrique du sud	Indépendant	Energies renouvelables et optimisation énergétique Panafricain	1 (et un fonds II en projet)- soit 850 millions de rands d'actifs	9	2007
<b>Classic chartered PE</b>	Afrique du sud Nigéria	Captive	Généraliste Marchés émergents	1	11	
<b>Public Investment Corporation (PIC)</b>	Afrique du sud	Indépendante (société publique sous tutelle du Trésor)	Généralistes Afrique du sud et Afrique sub-saharienne	2 (Isibaya Fund et Private Equity division)- 11,4 milliards de rands d'actifs (2015)	38	1911
<b>Deutsche Bank (Alternatives investments)</b>	Allemagne	Captive	Investissements durables Marchés émergents	3		2012

Comme on le constate dans le tableau, les 18 sociétés de gestion d'actifs de notre panel sont des petites ou des très petites entreprises qui emploient majoritairement moins de 10 directeurs ou chargés d'investissement. On note par ailleurs une corrélation entre le volume de capitaux sous-gestion et la taille de l'équipe d'investissement<sup>1</sup>. Outre les équipes d'investissement resserrées, le *front office*, les sociétés de gestion comptent dans leurs rangs un personnel de *back-office*, en charge des tâches comptables et administratives, et placé sous l'autorité d'un directeur financier<sup>2</sup>.

Ces sociétés sont donc organisées sur le modèle hiérarchique standard en vigueur dans l'industrie de la gestion *du private equity* (Foureault 2014). Au sommet les associés, ou partenaires seniors, qui sont à la fois les fondateurs, dirigeants et les principaux actionnaires de la société ; puis viennent les chargés d'investissements et les analystes financiers et enfin le *back-office*<sup>3</sup>. Ces différents échelons hiérarchiques correspondent à des tranches d'âges bien précises : 25/35 ans pour les chargés d'investissements et 45/60 pour les associés. Par rapport au modèle standard qui caractérise l'industrie du *private equity*, les sociétés de notre panel tendent aussi à intégrer un personnel plus technique à la marge.

A l'exception de Public Investment Corporation (PIC) fondé en 1911 et de CroissanceFuture créée en 1994<sup>4</sup>, les sociétés de notre panel sont récentes, apparues dans la deuxième moitié des années 2000. Au vu de l'étroitesse des équipes d'investissement et de leur nouveauté, il est clair qu'elles occupent des positions périphériques dans le champ du *private equity* en Afrique du sud ou dans leurs pays d'origine. D'ailleurs, il n'est pas étonnant de constater que les deux sociétés de gestion les plus anciennes sont celles qui comptent les équipes de gestion les plus larges et le plus gros volume de capitaux sous gestion. PIC est d'ailleurs la principale société de gestion d'actifs en Afrique du sud, en termes de capitaux sous gestion et de personnel, et occupe donc une position dominante dans le champ.

Parmi notre échantillon, 15 sociétés de gestion ont au moins un bureau en Afrique du sud, 10 d'entre elles sont des sociétés sud-africaines et les 5 autres sont des filiales de compagnies étrangères, notamment mauriciennes. Les sociétés de gestion de notre panel se caractérisent aussi par une forte diversité de leurs statuts légaux qui sont fonction de leurs implantations géographiques d'une part et des types de capitaux sous gestion d'autre part. Les sociétés sud-africaines CroissanceFuture ou Glands Private Equity disposent par exemple d'un agrément de pourvoyeur de services financiers

---

<sup>1</sup> Toutefois, celle-ci n'est pas automatique et la taille de l'équipe d'investissement est aussi fonction du type d'actifs sous gestion et de la stratégie adoptée. Ainsi, le directeur de la société Glands pour justifier le nombre important de chargés d'investissement par rapport aux standards de l'industrie du *private equity* souligne leur stratégie d'engagement au quotidien auprès des dirigeants des entreprises-cibles. Entretien PM, partenaire senior, Glands Private Equity, Somerset, 24 juin 2014.

<sup>2</sup> Certaines sociétés préfèrent toutefois recourir à des prestataires de service externes pour les activités de *back-office*.

<sup>3</sup> Fabien Foureault parle d'une « structure organisationnelle en diamant » ou les échelons intermédiaires, c'est-à-dire les analystes et les chargés d'investissement, sont les plus nombreux (Foureault 2014).

<sup>4</sup> A l'initiative de la banque sud-africaine First Rand.

octroyé par le Financial Service Board (FSB)<sup>5</sup>, qui leur permet notamment de démarcher les investisseurs institutionnels. Mais toutes les sociétés sud-africaines de notre panel ne disposent pas d'un tel agreement. Russellwater par exemple n'est engagé qu'avec un seul investisseur et n'est donc pas obligé de s'enregistrer auprès du FSB. Ainsi en 2015, seul 6 des 18 sociétés de gestion de notre panel étaient membre de l'association des professionnels du *private equity* en Afrique du sud (SAVCA).

Ensuite, un clivage important sépare les sociétés de gestion « indépendantes », qui représente la majorité du panel, et les sociétés de gestion « captives » c'est-à-dire intégrées à des groupes financiers plus large. Dans le cas des entités « captives », la gestion échoit à un département spécialisé sous la tutelle de la direction d'une institution bancaire ou financière (SAVCA et KPMG 2015). Les capitaux investis sont uniquement ceux de la banque ou de l'institution financière et par conséquent leur allocation est fonction de la stratégie du groupe. Dans ce cas, l'institution a la double casquette d'investisseur et de gestionnaire.

En ce qui concerne les sociétés indépendantes, elles ont leurs propres statuts mais sont souvent liées à des institutions bancaires ou financières importantes qui ont appuyé leurs créations et sont parfois encore présentes dans leur capital<sup>6</sup>. Par exemple, les sociétés CroissanceFuture et FUU sont toutes deux des filiales du conglomérat financier Old Mutual qui détient respectivement 75% et 25% du capital de ces sociétés. La société sud-africaine d'assurance Sanlam est à l'origine de la création d'Agri-life FM dont elle est l'un des promoteurs initiaux notamment via le transfert de personnel. Enfin le Dalvabank Agri FM est une filiale de la banque ghanéenne Dalvabank. Au-delà de leur indépendance statutaire et de leurs relatives nouveautés, ces sociétés de gestion s'inscrivent donc dans le prolongement des institutions « historiques » du capitalisme à commencer par les banques et les compagnies d'assurance dont elles sont parfois encore des filiales<sup>7</sup>. La banque ghanéenne Dalvabank par exemple, qui est à l'origine de la création de la société de gestion Dalvabank Agri FM, a joué un rôle moteur dans le développement d'une finance de marché au Ghana :

*« AD: Pourquoi et comment Dalvabank a été choisie comme gestionnaire du fond?*

*KG: Il y a eu une sorte d'appel d'offre, ou différents gestionnaires ont pu prétendre à la gestion du fonds, différents gestionnaires à travers l'Afrique...La principale raison pour laquelle Dalvabank a été sélectionnée c'est que Dalvabank a une histoire ancienne, au Ghana et en Afrique. La banque a été la première banque d'investissement créée au Ghana dans les années 1980 ; elle a été pionnière dans la mise en place de la bourse ghanéenne ; elle a fait la*

---

<sup>5</sup> Licence II de « fournisseur de services financiers discrétionnaires » octroyé dans le cadre du *Financial Advisories and Intermediaries Services Act* (2002).

<sup>6</sup> Parfois ces sociétés de gestion sont simplement créées pour éviter un conflit d'intérêt puisque dans le cadre d'un partenariat une même institution ne peut pas être à la fois gestionnaire et investisseur ; c'est ce qui a notamment motivé la création de Cèdre.

<sup>7</sup> Toutefois, dans l'industrie du *private equity* sud-africaine, les banques commerciales qui sont pourtant à l'origine des premières sociétés de gestion ont rompu les liens.

*promotion du private equity et du venture capital au Ghana aussi. C'est une société qui est très connue sur le marché, avec un bon réseau, pas seulement au Ghana mais aussi dans les pays environnants »<sup>8</sup>.*

Parmi notre échantillon on dénombre 6 sociétés de gestion généralistes, c'est-à-dire qui investissent indifféremment dans les entreprises de tous les secteurs de l'économie, et 12 sociétés spécialement dédiées aux investissements dans le secteur agricole. Par ailleurs, 8 sociétés de gestion se positionnent uniquement sur le marché sud-africain, tandis que les 10 autres revendiquent une expertise sur le continent africain dans son ensemble. C'est le cas de la société Mafissa qui a ouvert des bureaux en Afrique du sud, mais aussi à l'Ile Maurice, au Kenya et en Zambie. Par conséquent, l'expertise valorisée par les sociétés récentes de notre panel est à géométrie variable, et, est largement fonction des carrières des entrepreneurs qui en sont à l'origine.

Les sociétés cumulent parfois plusieurs contrats de gestion pour différents fonds. Le binôme Croissancefuture-FUU gère ainsi deux fonds d'investissement, tous deux dédiés à l'acquisition d'exploitations agricoles l'un en Afrique du sud et l'autre au Swaziland. Certaines sociétés sont engagées dans la gestion de plusieurs fonds aux mandats divergents comme Mafissa qui outre l'Agriculture and Agribusiness Fund assure aussi la gestion du Pan-African Housing Fund lequel est dédié à la construction de logements en Afrique sub-saharienne. Enfin, la survie des sociétés de gestion dépend de leur capacité à renouveler et augmenter le volume de capitaux sous leur gestion. Par conséquent elles sont donc en permanence engagées simultanément dans la gestion de capitaux déjà placés sous leur responsabilité et la levée de nouveaux financements via le lancement de nouveaux fonds ou le dépôt de leur candidature à des appels d'offre. La société de gestion Agri-life FM a ainsi entamé les démarches début 2015 pour le lancement d'un fonds Agri-life II, dont le mandat s'inscrit dans la continuité de son prédécesseur alors que le fonds Agri-life I est encore actif jusqu'en 2018 au minimum.

## **1.2. Les « partenaires seniors » : entrepreneurs de la gestion d'actifs agricoles**

Comme on vient de le voir, l'émergence des sociétés de gestion de *private equity* de notre panel s'inscrit dans la continuité des institutions historiques du capitalisme en Afrique du sud et en Afrique sub-saharienne. Toutefois des entrepreneurs individuels portent et incarnent ces projets ; en effet, les partenaires seniors sont à la fois les fondateurs, les actionnaires majoritaires et les dirigeants des sociétés de gestion. Un retour sur leurs carrières respectives nous permettra alors d'éclairer le processus de construction sociale de l'intérêt de l'entrepreneur. Pierre-Paul Zalio a développé une

---

<sup>8</sup> Entretien téléphonique KG, chargée d'investissement 1, Dalvabank Agri FM, 3 mars 2015.

approche sociologique originale de l'entrepreneuriat qui met en avant la capacité de ces acteurs à se positionner à l'interface de différents mondes sociaux :

*« Analyser la singularité de l'activité entrepreneuriale en regardant la manière dont les acteurs, pour obtenir un profit, jouent de l'hétérogénéité du monde social et de l'incomplétude des ordres économiques. Il convient, en effet, de parler de singularité dans la mesure où ce profit est analysé comme résultant de la saisie par un acteur d'opportunités que d'autres n'ont pas vu, ou su voir, ou, pour le dire autrement, comme la capacité à repérer des hétérogénéités dans l'évaluation des biens, de sorte que, recombinaison et/ou déplacés, ces biens trouvent, dans la transaction aval, preneur à un prix supérieur à celui obtenu dans les transactions amont nécessaires pour réunir les facteurs de production » (Zalio 2009).*

L'analyse des carrières des partenaires seniors de notre panel permet d'explicitier les conditions et les ressources qui permettent à ces acteurs de se positionner à l'interface des marchés financiers d'une part et des secteurs agricoles sud-africains et africains d'autre part<sup>9</sup>. Mais par ailleurs, les disparités des biographies des entrepreneurs financiers illustrent le caractère pluriel des formes d'intermédiation, et la diversité des marchés de capitaux et des agricultures entre lesquels ils se positionnent.

Nous avons recensés 20 entrepreneurs dans nos études de cas qui sont à l'origine, individuellement ou collectivement, de la création des sociétés de gestion<sup>10</sup>. Ces entrepreneurs sont quasiment tous des hommes (19/20), très majoritairement blancs (16/20) âgés de 45 à 60 ans (19/20). En ce qui concerne leurs nationalités, 10 sont sud-africains et 10 sont d'origine étrangère : 3 britanniques, 2 hollandais, 3 américains, 2 ghanéens. Leur « saut entrepreneurial » constitue l'aboutissement d'une carrière et leur permet de réinvestir les capitaux économiques, sociaux et culturels accumulés tout au long de leurs vies professionnelles.

A partir de ce panel restreint nous avons identifié quatre expériences professionnelles qui reviennent fréquemment et qui constituent des temps décisifs de la construction sociale de ces entrepreneurs.

Premièrement, un grand nombre d'entre eux sont passés par les principales institutions bancaires et financières mondiales à commencer par les grands cabinets d'audit –Deloitte, KPMG, PricewaterhouseCoopers- (2/20) et les grandes banques d'investissement américaines ou européennes –JP Morgan, ABN AMRO ou Morgan Stanley- (5/20).

---

<sup>9</sup> Thierry Theurillat opère un travail similaire d'analyse des entrepreneurs financiers dans le cas des grands projets immobiliers en Suisse. L'auteur met alors en lumière le rôle d'un groupe de promoteurs dans la mise en adéquation entre une demande de diversification financière et une demande de rénovation urbaine (Theurillat 2012).

<sup>10</sup> Dans cinq cas (Deutsch Bank, PIC, Classic chartered PE, CroissanceFutureet Agriteam) nous n'avons pas été capable d'identifier au moins un entrepreneur de référence soit parce qu'il s'agit d'entités captives créées au sein d'un groupe soit parce que nous n'avons pas eu accès à ces informations.

Deuxièmement, un nombre important des partenaires seniors sont passés par les principales institutions financières sud-africaines qu'il s'agisse des compagnies d'assurances –Sanlam- ou des sociétés d'investissement –PSG Group, Allan Gray- (6/20).

Troisièmement, les institutions financières de développement sont aussi des étapes récurrentes dans ces carrières– la CDC britannique, mais aussi le FMO hollandais et l'IDC sud-africaine (5/20).

Enfin quatrièmement, plusieurs ont été directeurs exécutifs (3/20) ou non exécutifs (2/20) d'entreprises agroalimentaires ou agroindustrielles en particulier dans le domaine de la commercialisation et l'importation de produits agricoles. Ces différentes expériences ne sont pas exclusives les unes des autres et l'on observe des allers-retours et des cumuls tout au long des carrières entrepreneuriales comme l'illustre par exemple le parcours de Duncan B., l'un des cofondateurs de Mafissa (voir encadré 2.1).

Encadré 2.1 : Biographie de Duncan B, partenaire senior à Mafissa

« Duncan B. est diplômé en comptabilité et en ingénierie ; il a commencé sa carrière à Unilever, entreprise au sein de laquelle il a passé 18 ans et gravité les échelons jusqu'à la position de directeur exécutif d'Unilever en Zambie. Puis il rejoint CDC comme directeur financier en Afrique, responsable des entreprises détenues par la CDC sur le continent. Son portefeuille comprenait 10 entreprises dans 8 pays et 28 000 employés. DB a été aussi l'assistant du directeur exécutif d'Afgri products, la plus grande entreprise de services aux producteurs agricoles cotée sur le JSE. Il a réalisé plus de 40 transactions d'entreprises et a vécu et travaillé en Afrique du sud, en Zambie, au Kenya, au Zimbabwe, au Nigéria et au Ghana. Il a cofondé Mafissa en 2005 »<sup>11</sup>.

Les entrepreneurs financiers de notre panel sont donc principalement des professionnels de la finance, et plus particulièrement de la finance d'entreprise, passés par de grandes institutions bancaires et financières, privées ou publiques, ou ils ont acquis une expertise en matière d'investissement –relation avec les investisseurs, gestion des flux de capitaux, valorisation des entreprises- et se sont construits un réseau professionnel à partir de leurs différentes positions. Il est intéressant de souligner que les entrepreneurs de notre panel n'ont pas d'expériences significatives dans des fonds ou des firmes de *private equity* exception faite des plus jeunes<sup>12</sup>. Ainsi les partenaires seniors apportent davantage leurs réseaux et leurs capitaux sociaux, et plus marginalement leurs capitaux économiques, que leurs connaissances et leurs savoirs faire techniques en matière de *private equity*.

<sup>11</sup> Extrait du site internet de Mafissa, consulté le 11 octobre 2013, traduit par l'auteur.

<sup>12</sup> Ainsi l'un des fondateurs de Mafissa a travaillé pour Aureos, le fonds de *private equity* monté par la CDC ; tandis que l'un des partenaires seniors de Dalvabank Agri FM a travaillé pour Emerging Capital Partners, l'une des principales sociétés de gestion de fonds de *private equity* panafricaine.



Selon leurs carrières ils ont acquis des capitaux économiques et sociaux qui sont valorisables sur des marchés financiers spécifiques. Par conséquent, l'analyse du positionnement interstitiel des entrepreneurs entre marchés financiers et agriculture doit considérer plus finement leurs ancrages sociaux et géographiques. Par exemple, les entrepreneurs ayant travaillé dans les principales compagnies d'assurances sud-africaines sont plus à même de répondre à leur demande. Ils conçoivent par exemple des produits financiers « socialement responsables » pour répondre aux critiques sur la responsabilité des conglomérats financiers dans les discriminations de l'apartheid et le maintien des inégalités sociales dans la société postapartheid. De la même manière, les ex-employés des institutions financières de développement, comme les partenaires seniors de Mafissa, intégreront plus facilement les demandes des IFD en matière d'évaluation des impacts environnementaux et sociaux. Les entrepreneurs financiers jouent ainsi de la segmentation des marchés financiers.

Coté agriculture, mis à part quelques acteurs qui ont exercé des fonctions opérationnelles dans l'agroalimentaire ou les services agricoles<sup>13</sup>, la plupart des partenaires seniors de notre panel ont une expérience du secteur qui découle de leurs positions successives de directeur au sein de différents conseils d'administration. Ainsi l'agriculture est principalement perçue et appréhendée à travers le prisme entrepreneurial, enrichie parfois de liens familiaux et personnels<sup>14</sup>.

Enfin, les partenaires seniors se caractérisent par leurs capacités à se positionner à l'interface entre les marchés financiers « globaux » d'une part, l'Afrique du sud et le continent africain dans son ensemble d'autre part. A ce titre on peut distinguer deux groupes d'entrepreneurs : les entrepreneurs en Afrique et les entrepreneurs africains. Les premiers originaires d'Europe et d'Amérique du nord se caractérisent par une forte mobilité internationale et des périodes d'expatriation professionnelle en Afrique. Dans ce groupe, les anciens employés des institutions financières de développement et notamment de la CDC britannique dominent. En ce qui concerne le groupe des entrepreneurs africains, les sud-africains sont largement majoritaires que ce soit dans les fonds et les firmes investissant en Afrique du sud et aussi plus largement en Afrique sub-saharienne. Le personnel issu des institutions financières sud-africaine dominantes, et notamment les institutions du capitalisme afrikaner comme Sanlam, tendent à monopoliser l'interface financière avec le continent africain (Greco 2015). Ces entrepreneurs sont alors des « courtiers à l'international » dont les ressources héritées et accumulées à l'échelle nationale sont réinvesties au niveau supranational (Dezalay 2004). C'est grâce à leur position dominante dans leur espace national respectif et notamment au sein des réseaux économiques qu'ils peuvent se prévaloir d'une part d'un « capital d'autochtonie » et d'autre part d'une maîtrise des standards internationaux du *private equity*. La cofondatrice de la société de gestion Emerging Capital

---

<sup>13</sup> Le directeur de russellwater a ainsi commencé par les services aux agriculteurs pour la commercialisation de leur production et la couverture des risques ; l'un des fondateurs de FUU a été le directeur d'une entreprise d'exportation de fruit sud-africain en Europe.

<sup>14</sup> « J'ai grandi sur une ferme de mouton à Carnarvon, et je suis toujours propriétaire d'une ferme là-bas ». Interview Jannie Mouton, Why invest in co-ops? *Farmer's weekly*, 10 février 2009.

Partners, spécialisée dans le *private equity* en Afrique sub-saharienne, insiste sur l'importance pour les gestionnaires de se positionner à l'interface du global et du local :

*« En s'engageant dans les opportunités sur le continent africain, les firmes de private equity doivent être préparées à agir avec flexibilité, ténacité et à mobiliser des ressources que les autres marchés ne demandent pas. Ceci inclue l'attention aux détails, la capacité à penser latéralement et à répondre rapidement aux obstacles, réglementaires et autres, qui ne sont pas des défis fréquents sur les marchés développés. Afin d'agir au mieux, les gestionnaires de private equity doivent avoir une bonne compréhension des standards internationaux de bonne pratique ainsi qu'une bonne connaissance et une bonne pénétration sur le marché local »* (EMPEA 2012, 3).

Comme le montre Marion Dixon dans le cas des standards de bonnes pratiques entrepreneuriales dans le cas de l'Egypte (Dixon 2012), les standards incarnent un capital culturel global dont la maîtrise représente de plus en plus une barrière à l'entrée des champs économiques nationaux. Autrement dit les standards sont des capitaux non économiques convertibles en capitaux économiques. Ce capital culturel circule particulièrement parmi les élites qui bénéficient d'un accès privilégié aux titres et aux diplômes qui sanctionnent la maîtrise de ces standards. La majorité des entrepreneurs de notre panel sont détenteurs du « *Chartered Financial Analyst* » (CFA), un certificat délivré par un organisme privé qui sanctionne la maîtrise des compétences de base de l'analyse financière<sup>15</sup>. Ainsi, le CFA constitue une barrière à l'entrée du champ de la gestion d'actifs et du *private equity*.

Les partenaires seniors de notre panel s'engagent donc dans une médiation entre les marchés de capitaux d'une part, et les agricultures de l'Afrique sub-saharienne d'autre part. Leurs capacités à se positionner entre les deux « mondes » est fonction de leurs capitaux économiques, sociaux ou culturels qu'ils tentent de réinvestir dans le champ de la gestion du *private equity* en Afrique du sud. D'une part ils sont collectivement engagés dans la constitution d'un sous-champ du *private equity* agricole ; d'autre part, ils sont en concurrence les uns avec les autres pour capter les capitaux des investisseurs et se différencier selon le groupe d'investisseurs auquel ils s'adressent. Pour assurer cette médiation, les partenaires seniors vont regrouper des professionnels et leurs savoirs faire au sein de sociétés de gestion d'actifs.

---

<sup>15</sup> Le CFA Institute a ainsi été créé en 1947 par plusieurs sociétés d'analystes financières américaines afin de représenter la profession et d'établir des normes professionnelles communes. A partir de 1963 l'association délivre un certificat. Progressivement l'association s'internationalise et en 2008 plus de 141 000 candidats se sont inscrits pour passer l'examen, contre seulement 2000 en 1980. Selon Sabine Montagne, l'institut CFA a été le premier à promouvoir la méthode des flux de trésorerie actualisée comme méthode d'évaluation des entreprises (Montagne 2006, 191).

### 1.3. Les professionnels de la gestion du *private equity*

Au sein des sociétés de gestion de notre panel cohabitent plusieurs professions. Sans prétendre à l'exhaustivité, nous allons revenir sur deux groupes de professionnels et leur contribution au travail de gestion du *private equity*: les chargés d'investissement et les experts agricoles. Les premiers sont au cœur du travail quotidien d'allocation et de gestion des capitaux ; les seconds distinguent les sociétés de notre panel du modèle standard de la firme de *private equity*.

#### 1.3.1. Les chargés d'investissement : modélisation financière et mise en récit

Si les partenaires seniors sont surtout engagés dans un travail relationnel, en amont avec les investisseurs et en aval, avec les dirigeants des entreprises-cibles, les chargés d'investissement et les analystes financiers<sup>16</sup> sont focalisés sur les tâches purement financières à commencer par la construction et l'actualisation des modèles financiers qui sous-tendent les investissements.

Plus jeunes que les partenaires seniors, les analystes et les chargés d'investissement de notre panel sont fraîchement sortis de leurs études universitaires dans les filières de la finance d'entreprise, de la gestion financière ou de la comptabilité. Ils maîtrisent ainsi tout particulièrement les théories financières générales et les instruments de modélisation, mais sont dépourvus de capital social. Contrairement à leurs supérieurs hiérarchiques ils sont majoritairement africains –et pas seulement sud-africains- et sont passés par les universités européennes, américaines ou sud-africaines comme l'illustre par exemple le parcours de TR, chargé d'investissement à FUU (voir encadré 2.2). A l'échelle de l'Afrique sub-saharienne, il y a une circulation croissante de cadres financiers intermédiaires qui alimentent l'essor des industries financières et notamment des sociétés de gestion de *private equity*. Leurs carrières financières se caractérisent par ailleurs par une très forte mobilité inter et intra firmes et des trajectoires d'ascension professionnelle rapides ; comme le résume l'un des analystes financiers interrogé « *tu ne peux pas stagner* ». Cette forte mobilité du personnel intermédiaire est d'autant plus visible dans les sociétés de gestion spécialisées dans l'agriculture, qui occupent une place périphérique dans le champ et font donc courir le risque d'une marginalisation et d'un « enlissement » de leur personnel.

En ce qui concerne les formes de rémunération en vigueur pour ce groupe de professionnels, il s'agit souvent de modèle hybride qui associe une part fixe et un intéressement sur la plus-value finale. Les proportions entre les deux composantes fluctuent d'une société à l'autre mais en règle général plus le personnel est haut placé dans la hiérarchie plus son intéressement aux bénéfices est important.

#### Encadré 2.2 : Biographie de TR, analyste financier à FUU

<sup>16</sup> Marlène Benquet note que dans l'industrie française du *private equity* ces postes correspondent à deux échelons hiérarchiques distincts (Benquet 2015). En revanche dans nos études cas ils se confondent à cause notamment de l'étroitesse des équipes de gestion.

Originaire de Madagascar, TR a intégrée l'école de commerce de Toulouse en 2003. Après ses études en France, il rentre à Madagascar en 2008 où il travaille pendant 2 ans pour le fonds généraliste de *private equity* Madagascar Development Partners LLC lequel investit à Madagascar et à l'Ile Maurice notamment. De 2010 à 2012, il intègre le master « *Financial management* » à l'université du Cap en Afrique du sud. Puis en 2011, il rejoint l'équipe de la société de gestion FUU spécialisée dans les investissements agricole, d'abord dans le cadre d'un stage puis comme chargé d'investissement. Enfin en 2015, il est recruté comme chargé d'investissement par le département *private equity* de la Société Financière Internationale à Washington dans la division en charge des investissements en Afrique.

Les analystes financiers et les chargés d'investissements sont prioritairement engagés dans un travail de traduction via la modélisation de données et de paramètres économiques, agronomiques et sociaux. Le travail quotidien de ces acteurs peut alors se décomposer entre le temps de l'enquête, de la recherche de données fiables qui pourront être intégrées au modèle, et le temps de la modélisation c'est-à-dire de la construction de la matrice financière sous la forme d'un tableau Excel qui va permettre d'intégrer tous les paramètres collectés, mais aussi les paramètres commerciaux. En effet, ce travail de modélisation est une construction rétroactive puisque les analystes partent du taux de rendement financier attendu par les investisseurs pour arriver au « juste » prix de l'entreprise. Par ailleurs, ces modèles intègrent aussi une stratégie de valorisation de l'entreprise-cible, sous la forme d'un mémorandum d'investissement par exemple, qui permettra de dégager une plus-value finale. TR revient dans l'extrait d'entretien ci-dessous sur son travail quotidien :

« AD: *Quel est ton travail quotidien et comment tu organises ton temps de travail au quotidien ?*

TR : (...) *Après c'est beaucoup...je travaille beaucoup sur la modélisation financière, je fais les projections. En fin de compte quand t'es en période de deal, disons que tu passes, aller, 50% de ton temps, à affiner ton modèle, ton modèle financier sur ton acquisition, etc. etc. Donc je passe beaucoup de temps sur ça parce qu'en fait il y a beaucoup de données qui changent au jour le jour. Pas qui change mais tu reçois de nouvelles informations, on regarde de nouvelles hypothèses, tu regardes de nouveaux scénarios. Et en fait, en fonction de la complexité du projet, du modèle en lui-même, de l'industrie dans lequel tu investis, nous c'est l'agriculture, donc dans le sous-secteur dans lequel tu investis ça peut prendre du temps, donc 50%. Après quand je suis confortable avec mon modèle, ou même pendant que je fais ça, je commence à écrire mon business plan, plutôt mon mémorandum d'investissement on appelle ça chez nous. Donc je commence à écrire ça. En fait le mémorandum aussi, tout dépend...généralement... t'as des deals, dès que tu commences tu as tout qui est...t'as toutes les informations venant des partenaires, le vendeur de la propriété, l'opérateur. Donc tu*

*reçois tout ça, et ça peut aller très vite. Mais généralement... la par exemple j'ai un deal, j'ai quasiment 60%, 70% des informations qui manquent sur le deal. Donc je reçois petit à petit les informations, je relance. Et je construis, j'élabore mon...mémoire en fonction ; donc ça en fait disons que c'est 40% de ton temps. En fait 90% de ton temps en période d'investissement, tu passes ton temps à écrire, à rédiger des rapports, à faire de la recherche et à affiner tes modèles »<sup>17</sup>.*

A travers cette citation, on voit comment le travail de modélisation est un travail d'abstraction c'est-à-dire qu'à partir d'une entreprise-cible les chargés d'investissement vont produire un récit sous la forme d'un tableau Excel. Pour cela, les analystes et les chargés d'investissement s'appuient sur une infrastructure matérielle qui leur permet d'opérer ce travail de modélisation (Knorr Cetina et Preda 2004), comme par exemple le recours à des modèles financiers standards ou des sources d'information identifiées. De plus ils mobilisent les données collectées sur le terrain par eux-mêmes mais aussi par les autres employés des sociétés de gestion à commencer par les experts agricoles de la société. La production des modèles financiers est décisive dans l'activité des sociétés de gestion car c'est par sa médiation que les gestionnaires parviennent à agir sur les entreprises-cibles.

La capacité des analystes à créer un récit autour d'une entreprise particulière repose ainsi sur leurs connaissances génériques de la théorie financière et des manuels d'investissement. Ce groupe d'acteurs revendiquent alors une expertise propre et généraliste par opposition aux spécialistes, par exemple de l'agriculture, qui leur permet d'utiliser un langage reconnu par toutes les autres parties prenantes notamment les investisseurs. Comme le résume TR, le travail de chargé d'investissement est un travail de traduction et de « mise en récit » :

*« TR : En tant qu'analyste il faut que tu comprennes l'industrie que tu couvres ; donc dans notre métier, t'as des gens qui sont spécialistes dans les mines, donc qui sont experts dans les mines. Là c'est vrai que moi je considère que je n'ai pas l'expérience d'un agronome, mais demain si tu me dis tu veux investir dans tel secteur, dans les bananes, je sais qu'est-ce qu'il y a comme maladie, je sais quel est le cycle de production d'une banane, je sais à peu près les prix, tu vois ce que je veux dire ; je comprends l'industrie. Est-ce que je saurais comment produire une banane, non. Tous les ingrédients, tous les produits, engrais et tout ça, non... Moi c'est mon approche. Après c'est peut-être pas la bonne ; je vais essayer de m'entourer de gens qui sont capables dans différents domaines. Et mon domaine, c'est de...Mettre cette histoire en forme. L'agronome, il ne pourra jamais...S'il faut qu'il écrive, il va écrire de façon très technique qui va embrouiller tout le monde. Moi je parle à des gens qui sont soit...Qui ont un background financier, qui ne connaissent rien à l'agriculture. Donc*

---

<sup>17</sup> Entretien TR, chargé d'investissement, FUU, Le Cap, 23 mars 2015.

*c'est l'histoire que tu racontes, tu dois dire voilà, c'est ça, c'est ça ; tu dois pas infantiliser mais tu dois rendre la chose digeste*»<sup>18</sup>.

Si le pic d'activité pour ce groupe de professionnel, et pour la société en général, se concentre dans la phase d'investissement, lorsqu'il s'agit de construire un récit, le deuxième pan de leur mission se situe en aval de l'investissement, dans le cadre du suivi des entreprises-cibles :

*« VD: Il y a aussi la partie gestion du portefeuille. Dans un cas comme le nôtre, une fois que tu as investi dans une entreprise, et surtout lorsque tu es proche d'avoir investi tous tes capitaux, tu vas avoir un rôle actif dans plusieurs entreprises en t'assurant qu'elles atteignent leurs objectifs, et qu'elles vont là où elles sont censées aller »*<sup>19</sup>.

Les chargés d'investissement jouent donc un rôle prépondérant dans la gestion quotidienne du *private equity* à travers leur capacité à construire un récit d'investissement à partir d'une entreprise agricole ou agroalimentaire. Dans le cadre de ce récit, les impératifs financiers du *private equity*, en termes de risque et de retour notamment, sont articulés aux caractéristiques comptables de l'entreprise. Mais en complément de leur expertise financière, les sociétés de gestion de notre panel intègrent une expertise agricole.

### **1.3.2. La mobilisation d'une expertise agricole**

Le champ de la gestion du *private equity* est dominé par les sociétés généralistes qui ont une approche « transectorielle » investissant indifféremment dans tous les secteurs économiques ; comme l'explique l'un des chargés d'investissements de Classic chartered PE :

*« Nous croyons que les fondamentaux qui font d'un business un bon business sont les mêmes dans toutes les industries. Nous faisons toujours appel à des experts extérieurs donc dans le cadre de notre travail il n'y a pas besoin de détenir une expertise spécifique dans une industrie particulière, mais seulement de connaître la bonne personne »*<sup>20</sup>.

A l'inverse, la majorité des sociétés de gestion de notre panel revendique une spécialisation agricole et pour cela, elles incorporent en leur sein une expertise technique spécifique. En effet, ces sociétés mettent en avant les spécificités propres aux investissements agricoles qui nécessiteraient des adaptations du modèle dominant de la société de gestion généraliste. Les sociétés de notre panel sont des « challengers » (Fligstein 2001) sur la marché de la gestion du *private equity*, face aux sociétés de gestion généralistes dominantes, qui proposent une division du travail financier sur une base

---

<sup>18</sup> Entretien TR, chargé d'investissement, FUU, Le Cap, 23 mars 2015.

<sup>19</sup> Entretien téléphonique, VD, chargé d'investissement 2, Dalvabank Agri FM, 12 mars 2015.

<sup>20</sup> Entretien NM, chargé d'investissement, Classic chartered PE, 19 mars 2014.

sectorielle. La légitimité des sociétés de gestion à proposer aux investisseurs une classe d'actifs alternatifs repose en partie sur leur capacité à intégrer une telle composante technique :

*« AT : La mobilisation d'une expertise sectorielle est très, très importante, parce que le type de ce que j'appelle du private equity transactionnel, ou tu peux prendre une participation dans une entreprise et t'asseoir à ton bureau et....grâce à l'ingénierie financière et un peu d'imagination faire un gros multiple ou un important taux de retour rentabilité sur ton investissement sans en faire beaucoup et dans une courte période de temps...Tu peux pas faire ça dans l'agrobusiness, il faut que tu aies une expertise sectorielle interne, c'est un facteur clef »<sup>21</sup>.*

Néanmoins, les sociétés de gestion de notre panel se distinguent les unes des autres par le type de personnel et de savoir-faire agricoles qu'elles mobilisent d'une part et par la place qu'elles accordent en interne à cette expertise notamment face aux financiers.

Premièrement, plusieurs sociétés de gestion emploient d'anciens dirigeants de sociétés agroalimentaires et agroindustrielles qui par ailleurs cumulent souvent des positions importantes dans les organisations sectorielles et les conseils d'administration comme PS chez Mafissa (voir encadré 2.3). Engagé comme « conseiller stratégique » à mi-temps ou parfois même comme partenaire, ces acteurs apportent leur savoir-faire opérationnel d'une part et leur carnet d'adresse du secteur d'autre part. Ainsi, ces anciens dirigeants interviennent lors de l'identification des opportunités d'investissement puis dans la définition et la mise en œuvre de la stratégie de valorisation de l'entreprise-cible.

**Encadré 2.3 : Biographie de PS, expert agricole chez Mafissa**

« PS est diplômé en agronomie et compte 30 ans d'expérience dans la gestion d'exploitations agricoles. Il a été par le passé directeur de la Tanganda tea company et de Acacia Holdings and Seed Co., président du syndicat des agriculteurs commerciaux et des producteurs commerciaux d'oléagineux au Zimbabwe. PS est consultant en Zambie pour des projets d'investissement agricole, principalement dans l'identification, la mise en œuvre et le suivi des projets. Il est un consultant et un conseiller financier reconnu pour Barcalys et Stanbic banks, et a été précédemment directeur à Afagri. Il a aussi été le président-fondateur du Zambian Commodities Exchange (ZAMACE) »<sup>22</sup>.

Deuxièmement, on retrouve aussi fréquemment plusieurs anciens coopérants et employés des institutions bilatérales et multilatérales du développement dans ce rôle d'expert agricole. La *Commonwealth Development Corporation* (CDC) britannique notamment en fournit un important contingent comme TD « directeur de la recherche agricole » chez Goldenstreet Capital (voir encadré

<sup>21</sup> Entretien téléphonique AT, consultant spécialisé dans les investissements agricole en Afrique ; ex-chargé d'investissement pour la CDC, 23 mars 2015.

<sup>22</sup> Site internet de Mafissa, consulté le 11/10/2013, traduit par l'auteur.

2.4). En effet cette institution financière de développement a construit jusqu'au début des années 2000 un large portefeuille d'entreprises, notamment agroalimentaires, en Afrique sub-saharienne anglophone lesquelles étaient directement gérées par des coopérants britanniques qui ont acquis progressivement une connaissance de ces pays et de leurs secteurs agricoles respectifs<sup>23</sup>.

Encadré 2.4 : Biographie TD, Directeur de la recherche agricole chez Goldenstreet Capital

« TD a une longue expérience de la gestion des exploitations agricoles commerciales en Afrique y compris dans le développement de nouveaux projets et les modèles de *out-growers schemes*. TD a travaillé 10 ans pour la Commonwealth Development Corp entre 1986 et 1996. Durant cette période il a travaillé sur le projet Mpongwe en Zambie, considéré comme un modèle d'exploitation commerciale en Afrique. Il a géré une plantation de café à Mpongwe et il a aussi développé des nouveaux projets à Nanga où il a produit du blé, du soja, du coton, du café et du sucre. TD a passé 9 ans à travailler pour African Plantations de 1997 à 2005. Il était alors chef des opérations et responsable pour l'acquisition de plusieurs plantations en Zambie, au Malawi, en Tanzanie et au Zimbabwe, employant près de 20 000 personnes. Plus récemment TD a été consultant pour le développement d'une plantation de bananes dans le nord du Mozambique. TD a participé à la sélection des 3000 hectares de terre, des ressources hydrauliques, à la définition du business plan et à sa mise en œuvre. TD a suivi les cours du Royal Agricultural College, à Cirencester au Royaume-Uni, et il est membre du Royal Agricultural College »<sup>24</sup>.

Troisièmement, les ingénieurs agronomes –*agronomists*– sont aussi mobilisés dans le cadre des sociétés de gestion d'actifs agricoles de notre panel, notamment au sein de FUU (voir encadré 2.6). Leur mission est triple : la mise en réseau, que ce soit pour l'identification des opportunités d'investissement ou le recrutement d'un personnel de terrain dans le cas par exemple d'acquisition par les fonds d'exploitations agricoles ; la collecte et l'analyse de données agronomiques, pédologiques ou climatiques pour la construction du modèle financier par les analystes et les chargés d'investissement ; la définition et la mise en œuvre effective d'une stratégie de valorisation des actifs agricoles. Comme le soulignent Eve-Marie Buhler et ses collègues à propos des ingénieurs agronomes dans la pampa argentine, les ingénieurs agronomes jouent un rôle pivot dans « l'articulation des objectifs de gestion et de leur opérationnalisation » (Bulher, Guibert, et Requier-Desjardins 2012). L'ingénieur agronome

<sup>23</sup> « AD: Pourquoi est-ce que les anciens de la CDC sont aussi présent dans les fonds et les firmes de private equity en Afrique austral? »

TD : Tu sais, il y avait peu d'organisations présentes dans les mauvais jours en Afrique, dans l'époque des socialismes. Lonhro en était une. Quelques grosses compagnies de production de thé et de sucre. Mais au niveau des institutions financières de développement, CDC était une des seules...Je ne m'en rappelle pas d'autres. A cette époque, la CDC gérait des entreprises. Je pense qu'à un certain moment, lorsque je travaillais pour la CDC je gérais 800 salariés dans les pays en développement. Donc il y a un réseau ». Entretien TD, directeur de la recherche agricole, Goldenstreet Capital, Pretoria, 27 mars 2015.

<sup>24</sup> Site internet de Goldenstreet Capital, consulté le 6 janvier 2016, traduit par l'auteur.



de la société FUU revient dans l'extrait suivant sur les compétences recherchées par la direction. Son recrutement semble alors motivé par son savoir-faire généraliste :

*« AD: Pourquoi est-ce que la direction de FUU a décidé de vous engager? De quel profil étaient-ils à la recherche ?*

*AB : Ils étaient à la recherche d'un généraliste, avec des connaissances sur les produits dans lesquels nous sommes engagés....raisins, pommes, poires, pêches et citrons (...) Donc ils étaient à la recherche de quelqu'un qui a une connaissance générale de tout, particulièrement de quelqu'un qui ait des connaissances sur les développements de ces produits....de ces fermes. Parce que le problème c'est, si tu développes une ferme et tu n'as pas commencé correctement, tu peux finir avec des problèmes de long terme. Ils voulaient quelqu'un qui ait des connaissances techniques à propos des systèmes d'irrigation, des techniques de plantation, pour essayer de déterminer les pratiques les plus durables. Et ça, je l'ai fait beaucoup de fois...pour Outspan. Ma principale fonction était de donner des conseils sur les exploitations»<sup>25</sup>.*

Encadré 2.6 : Biographie d'AB, ingénieur agronome chez FUU

Diplômé comme ingénieur agricole, il a commencé sa carrière au ministère de l'agriculture de la province du Cap oriental. Puis il a rejoint la société d'exportation de fruits *Outspan International* comme directeur de la recherche pour l'irrigation. Après la dérégulation il a successivement occupé les fonctions de consultant auprès des producteurs de citrons, puis manager commercial pour une grande entreprise agroalimentaire. Finalement en 2003, il rejoint l'entreprise de production et de distribution de fruits SAFE d'abord en tant que consultant puis comme ingénieur agronome titulaire. En 2011, il suit l'un des dirigeants de SAFE lorsque celui-ci décide de créer la société de gestion FUU dont il est encore aujourd'hui l'ingénieur agronome de référence.

Quatrièmement, certaines sociétés de gestion emploient des agriculteurs qui jouent à la fois le rôle de conseiller technique et d'opérateur de terrain sur les exploitations agricoles. C'est par exemple le cas de Faucon, où deux anciens exploitants zimbabwéens, expropriés de leur terre lors de la réforme foncière du début des années 2000, sont à l'origine de la création de la société et pilotent encore aujourd'hui la production agricole sur les exploitations en Zambie en tant que directeur de la stratégie agricole (voir encadré 2.7).

Encadré 2.7 : Biographie de PN, directeur de la stratégie agricole chez Faucon

« PN est chef de la stratégie agricole et a été agriculteur commercial en Afrique pendant 15 ans cultivant du blé, du maïs, du soja et du tabac. Il a été directeur de nombreuses sociétés notamment des entreprises de production, de marketing, de consultance et de transport commercial. PN a été président du Biri Combined Irrigation Scheme, un consortium qui regroupait les agriculteurs et le gouvernement

<sup>25</sup> Entretien téléphonique AB, ingénieur agronome, FUU, 1<sup>er</sup> avril 2015.

pour la gestion de ce qui pourrait être l'un des plus grands barrages du Zimbabwe et irriguait de vastes superficies de terres agricoles. Il a reçu le prix du producteur de soja de l'année au Zimbabwe en 1990, et l'oscar des oléagineux en 2000. PN est diplômé du Royal Agricultural College à Cirencester au Royaume-Uni UK »<sup>26</sup>.

Enfin cinquièmement, la société de gestion Agri-life FM a fait appel aux services du doyen de la faculté d'agriculture de l'université de Stellenbosch, le docteur MK, en tant que conseiller stratégique (voir encadré 2.8). Si cette société est la seule de notre panel à directement intégrer un universitaire dans son organigramme, nous verrons par la suite que les sociétés de gestion d'actifs agricoles entretiennent souvent des relations étroites avec certains enseignants-chercheurs d'économie agricole auxquels ils ont recours dans le cadre de mission de consultance notamment.

**Encadré 2.8 : Biographie du docteur MK, conseiller stratégique de la société Agri-life FM**

« MK est un économiste agricole et le doyen de la faculté d'agriculture à l'université de Stellenbosch. Il est directeur de société avec une grande expérience des transactions d'entreprise et de la consultance. Il est directeur du Plan National de Développement pour l'Agriculture et a présidé le National Agricultural Marketing Council. Il a conseillé plusieurs compagnies pour des transactions promouvant un entrepreneuriat noir dans l'agroalimentaire. Il a aussi coordonné un programme de formation en management pour les agriculteurs émergents intitulé "*Making Markets Matter*" »<sup>27</sup>.

En brossant rapidement les portraits et les fonctions de ces experts agricoles, on voit comment les différentes sociétés de gestion d'actifs tentent d'intégrer au sein d'une organisation du travail propre à l'industrie financière<sup>28</sup>, un savoir-faire technique en matière agricole. Le profil recherché par les directeurs de ces sociétés n'est pas stabilisé d'où la mobilisation de différentes professions (ingénieur agronome, professeur d'économie agricole, agriculteur, dirigeant d'entreprise agricole) auxquelles sont associés des qualités spécifiques<sup>29</sup>. Par ailleurs, la diversité des profils évoquée renvoie aux stratégies d'investissement mise en place par les entrepreneurs sur lesquelles nous reviendrons dans la partie suivante. Cependant, tous ces professionnels de l'agriculture partagent une caractéristique commune à savoir leur maîtrise du langage financier de base. En effet, en vertu de leurs formations et de leurs carrières ce personnel peut jongler avec les normes et les codes propres à l'agriculture d'une

<sup>26</sup> Site internet d'*Agrivision Africa*, consulté le 11 septembre 2015.

<sup>27</sup> Site internet d'Agri-life FM, consulté le 6 janvier 2016, traduit par l'auteur.

<sup>28</sup> Olivier Godechot montre comment l'organisation du travail dans la finance est guidé par un processus de rationalisation qui tend vers l'augmentation des profits qui se traduisent notamment par la « parcellisation des tâches » et les « incitations financières au travail », mécanismes qui font tendre les acteurs vers la figure de l'« homo- œconomicus » (Godechot 2001).

<sup>29</sup> On aurait aussi pu mentionner le recrutement par la société de gestion russellwater d'un météorologue qui participe à la sélection des exploitations agricoles à partir d'une analyse de l'historique des précipitations dans la zone.

part, aux milieux financiers et d'affaires d'autre part. Ainsi ce personnel assure une fonction essentielle de traduction au sein des sociétés de gestion. C'est ce que nous dit AB, l'ingénieur agronome employé par FUU à propos de sa relation avec ses collègues et avec les membres du comité d'investissement :

*« AB : Je travaille avec beaucoup de personnes qui sont compétentes financièrement mais pas dans l'agriculture. Mais à la fin, une fois qu'une confiance s'est instaurée, ce n'est pas différent de toutes les autres industries. Il y a certains mécanismes qu'il faut comprendre. Une fois que j'ai traduit ces mécanismes, le reste de l'équipe voit de l'argent et ça devient plus facile pour eux de comprendre »<sup>30</sup>.*

Ainsi les savoir-faire agricoles qu'ils soient techniques ou entrepreneuriaux sont fongibles dans les organisations de gestion d'actifs dans la mesure où ceux qui les portent sont capables de les formuler dans les termes de la finance d'entreprise. L'assimilation des outils et des instruments de mesure financiers, mais aussi des objectifs commerciaux de la firme permet ainsi de dépasser les clivages professionnels et de créer une culture d'entreprise relativement homogène au sein des sociétés de gestion d'actifs comme dans le cas de Goldenstreet Capital par exemple :

*« AD : Comment est-ce que vous parlez entre vous (entre les financiers et les agronomes) ?  
TD : Tu sais il y a une chose que j'ai apprise...Les financiers il leur faut....la moitié d'une semaine avant qu'ils pensent qu'ils sont des experts de l'agriculture (rires). Je suis méchant mais je pense que nous sommes...La chose importante de mon point de vue c'est que toute le monde ait une expérience commerciale comme ça on peut parler profits et pertes....et TRI...et retour »<sup>31</sup>.*

Mis à part le personnel agricole, on trouve d'une société de gestion à l'autre des postes spécifiques qui correspondent à des stratégies de développement particulières et au volume de capitaux gérés. Ainsi, Mafissa a embauché une responsable de la communication afin de répondre aux demandes de transparence et de visibilité de leurs investisseurs. Les sociétés russellwater et FUU quant à elles ont embauchés des responsables « environnementaux et sociaux ». Enfin les sociétés de gestion ont recours à des consultants et des sociétés de services spécialisés qui se développent en parallèle des sociétés de gestion d'actifs et rendent possibles leurs activités. Que ce soit l'évaluation des impacts environnementaux et sociaux, la rédaction des contrats mais aussi les tâches comptables ou bien encore la gestion opérationnelle des entreprises-cibles, les sociétés de gestion tendent à sous-traiter un large pan des activités associées à la circulation des capitaux et la gestion de leur portefeuille, pour se concentrer sur le seul volet financier ; nous reviendrons dans le chapitre IV sur le rôle de cette bureaucratie externe dans le fonctionnement des filières agro-financières du *private equity*.

---

<sup>30</sup> Entretien téléphonique AB, ingénieur agronome, FUU, 1er avril 2015.

<sup>31</sup> Entretien téléphonique TD, directeur de la recherche agricole, Goldenstreet Capital, 27 mars 2015.

Les sociétés de gestion du *private equity* (agricole) de notre panel se caractérisent donc par la mobilisation et l'imbrication de plusieurs professions auxquelles correspondent des palettes d'outils, de connaissances et de savoir-faire. Les partenaires seniors se caractérisent par leur capital social et leur connaissance pratique des marchés financiers ; les chargés d'investissement apportent une connaissance théorique des marchés et de la gestion de capitaux ; et enfin, les experts agricoles sont porteurs d'une connaissance technique des actifs agricoles. La cohabitation entre ces professions repose sur la reconnaissance d'un objectif commercial transversal de rentabilité des capitaux qui est incarné dans les modèles financiers, lesquels intègrent et synthétisent les différentes connaissances portés par ces trois groupes d'acteurs.

## 2. Les investisseurs institutionnels

Les investisseurs sont les détenteurs légaux des capitaux qui sont investis à travers les structures d'investissement du *private equity*. Les investisseurs de notre panel partagent deux caractéristiques. Premièrement, ce sont des investisseurs institutionnels c'est-à-dire que ce sont des professionnels qui vivent *de et par* l'investissement. Ces organisations sont donc « rationalisées » en vue de l'accumulation d'un profit, c'est à dire en produisant les conditions d'existence de l'« homo-œconomicus » (Godechot 2001). En terme de stratégie d'investissement cela se traduit concrètement par la constitution de « portefeuilles » de titres financiers en vertu des principes de la théorie du portefeuille moderne qui préconise une diversification et une corrélation des investissements afin d'optimiser la gestion du couple risque/retour. Néanmoins les contours de la rentabilité varient selon la source des capitaux des différents investisseurs. Michel Aglietta et Sandra Rigot mettent en lumière le poids du passif sur les stratégies des investisseurs en distinguant notamment les investisseurs avec ou sans engagement de passif contractuel (Aglietta et Rigot 2009).

Deuxièmement, les investisseurs de notre panel sont des « investisseurs de long terme » qui se caractérisent par la durée de leurs investissements d'une part et parce que « *ils sont liés à la rentabilité économique du capital dans les pays où ils investissent* » (Aglietta et Rigot 2009). Ce groupe d'investisseurs s'est tourné dans les années 2000 vers les « actifs alternatifs » et notamment les « fonds de rendement absolu » que sont les *hedge funds* et les fonds de *private equity*.

Dans un premier temps, nous allons dresser une typologie des investisseurs de notre panel en nous focalisant sur l'origine de leurs capitaux d'une part et les stratégies d'investissement mise en œuvre notamment en faveur des fonds et des firmes de *private equity* agricole d'autre part. Puis, dans un second temps nous reviendrons sur l'organisation du travail au sein de ces organisations afin de mieux comprendre les mécanismes et les logiques qui guident l'allocation des capitaux. Pour cela nous nous intéresserons plus particulièrement au type d'investisseur le plus représenté dans notre panel ; les institutions financières de développement.

## **2.1. Typologie des investisseurs institutionnels**

Le tableau ci-dessous détaille les caractéristiques des 42 investisseurs institutionnels de notre panel.

Tableau 2.2 : Typologie des investisseurs institutionnels<sup>32</sup>

---

<sup>32</sup> Nous avons exclu de ce recensement les investisseurs individuels, les investisseurs institutionnels qui investissent par l'intermédiaire du marché boursier dans le cas de la société Cèdre et enfin les sociétés de gestion d'actifs qui investissent dans les fonds dont elles assurent la gestion ; nous reviendrons à la fin de cette sous-partie sur ces groupes d'acteurs particuliers.

	Origine des capitaux	Stratégie	Pays d'origine	Composition du portefeuille	Expérience de l'agriculture	Gestion du risque	N° de cas
<b>IFD</b>	Actionnaires publics – parfois privés Emprunt sur les marchés Auto-financement	Développement économique et agricole	Afrique du sud Europe Amérique du nord Organisations régionales et multilatérales	Prêts Garanties Prises de participation, <i>Private equity</i>	Domaine d'action prioritaire (financement du « <i>missing middle</i> »)	Forte tolérance au risque Objectif de retour proche du coût du capital Diversification du portefeuille	18
<b>Fonds de pension</b>	Souscription des salariés	Rentabilité stable et de long terme	Afrique du sud Danemark Swaziland	Majorité d'actions Obligations Devises Actifs physiques (propriétés) Actifs alternatifs (dont <i>private equity</i> )	<i>Private equity</i> agricole après la crise financière de 2007/08	Diversification du portefeuille (au niveau des produits et des marchés)	4
<b>Banques (divisions spécialisées)</b>	Capitaux propres	Stratégie commerciale (soutien à leurs clients)	Afrique du sud Allemagne	Prêts <i>Private equity</i>	Engagement aux côtés des entreprises agroindustrielles et agroalimentaires	Diversification du portefeuille	3
<b>Compagnies d'assurances</b>	Souscription des clients	Rentabilité stable et de long terme Investissement « socialement	Afrique du sud	Majorité d'obligations Actions Actifs physiques et alternatifs (dont	Engagement historique aux côtés des agriculteurs	Diversification du portefeuille Règles macro-prudentielles	3

		responsables »		<i>private equity</i> )			
<b>Fonds de dotation</b>	Revenus d'une organisation à but non lucratif	Préserver la valeur du capital et générer des revenus stables	Etats-Unis	Actions Obligations Forte proportion d'actifs alternatifs (ex. exploitations forestières)	Investissement dès les années 1980 dans les exploitations agricoles aux Etats-Unis	Diversification du portefeuille Stricte encadrement de la relation de délégation	2
<b>Sociétés d'investissement</b>	Clients	Générer une rentabilité supérieure au marché	Afrique du sud France Etats-Unis	Actions Obligations Forte proportion d'actifs alternatifs (dont <i>private equity</i> )	Variable	Forte tolérance au risque Diversification du portefeuille	8
<b>BEE trusts</b>	Prêts d'institutions publiques ou d'entreprises privées	Transférer la propriété du capital aux populations discriminées sous l'apartheid	Afrique du sud	Prises de participation	Essor des transactions BEE dans l'agriculture à partir des années 2000	Garantie de l'Etat Contrôle du trust par ses débiteurs	3
<b>Fondation privée</b>	Donation	Investissements « socialement responsables »	Etats-Unis	Actions Prises de participation <i>Private equity</i>	Domaine d'action prioritaire	Forte tolérance au risque Diversification du portefeuille	1

### ***2.1.1. Les Institutions financières de développement***

Au sein de notre panel, le groupe d'investisseur le plus important aussi bien en nombre qu'en volume de capitaux est celui des institutions financières de développement (IFD). Les IFD sont des institutions publiques au sein desquelles le ou les Etats de tutelle détiennent au minimum une majorité de contrôle. Les IFD remplissent alors les missions d'intérêt public qui leur sont assignées par leurs autorités publiques de tutelle. Leurs missions prioritaires consistent à soutenir le développement économique du secteur privé grâce à une gamme de produits financiers. En tant qu'institution publique, ces investisseurs combinent donc un objectif de rentabilité, qui doit notamment leur permettre de s'autofinancer, et un objectif de développement économique et social. Ce double objectif peut restreindre les objectifs de rentabilité financière et se traduit surtout par une tolérance au risque plus importante que pour les autres investisseurs.

De telles institutions ne sont pas nouvelles mais leurs mandats et leurs répertoires d'action se sont progressivement élargis, et les IFD s'imposent aujourd'hui comme des acteurs majeurs des politiques publiques de développement économique. Par exemple, la Société Financière Internationale a été créée en 1956 aux côtés de la Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement ; aujourd'hui cette institution est un pilier dans les programmes de lutte contre la pauvreté conduits par la Banque mondiale. La CDC a été créée quant à elle en 1948 dans le cadre de la politique coloniale britannique, d'abord comme Colonial Development Corporation, avant de s'imposer comme l'institution phare des politiques de coopération sous le nom de Commonwealth Development Corporation (McWilliam 2001).

Les institutions financières de développement se distinguent les unes des autres selon l'origine de leurs capitaux.

- Un premier groupe d'IFD est constitué des institutions nationales, dont l'actionnaire unique ou majoritaire est l'Etat lequel exerce son contrôle via une institution de tutelle (agence de développement, ministère). L'Industrial Development Corporation est par exemple exclusivement détenue par le gouvernement sud-africain et placée sous la supervision du ministère du développement économique. L'IFD française Proparco est contrôlée à 63% par l'Etat, via la tutelle de l'Agence Française de Développement (AFD), et le reste des parts est détenu par les principales institutions financières et bancaires françaises (22%) et d'autres IFD étrangères (12%) (Proparco 2014a).
- Un deuxième groupe d'IFD est constitué d'institutions régionales et internationales dont le capital est détenu par plusieurs Etats membres ; c'est par exemple le cas pour la Banque Africaine de Développement (BAD) ou la Société Financière Internationale (SFI). Au sommet de ces institutions, les Etats membres siègent au conseil des gouverneurs qui supervise les actions de l'IFD et nomme son conseil d'administration.



Par ailleurs, les IFD adoptent des stratégies d'investissement spécifiques notamment en ce qui concerne leurs périmètres géographiques. On peut ainsi distinguer les institutions qui se concentrent à une échelle nationale comme l'IDC en Afrique du sud<sup>1</sup>, les institutions actives à une échelle régionale comme la BAD qui ne peut pas investir en dehors du continent africain<sup>2</sup> et enfin, les institutions de développement bilatérales ou multilatérales qui investissent plus généralement dans les pays du Sud.

Outre leurs mandats géographiques respectifs, les IFD se distinguent aussi parfois selon leurs spécialisations sectorielles. Ainsi, l'IDC n'investit historiquement que dans le secteur de l'industrie ; l'IFD norvégienne Norfund s'est quant à elle spécialisée dans le secteur énergétique.

Ces différentes institutions se caractérisent par un répertoire d'instruments financiers communs à savoir les prêts, les garanties, les prises de participation et le *private equity*<sup>3</sup>. Cette gamme de produits financiers est néanmoins mobilisée dans des proportions et selon des intensités variables d'une institution à l'autre et d'une période à l'autre. Ainsi, comme nous l'avons mentionné dans le chapitre précédent l'utilisation du *private equity* par les IFD date seulement des années 2000 et sa propagation se fait par à coup<sup>4</sup>.

Le tableau 2.3 détaille les investissements de la Banque Africaine de Développement (BAD) dans des fonds de *private equity* jusqu'en 2012. Premièrement, nous constatons que la grande majorité de ces investissements est postérieure à 2009 mis à part quelques fonds dédiés aux PME et aux infrastructures. Deuxièmement, que les fonds bénéficiaires adoptent une stratégie généraliste et panafricaine. Néanmoins, à partir de 2009/2010, la banque s'engage dans plusieurs fonds « sectoriels » dédiés aux institutions financières, aux énergies renouvelables ou à l'agroalimentaire.

Tableau 2.3 : Le portefeuille de la BAD en *private equity* en 2013 (BAD 2012, 7)

Fonds généralistes	Date	Investissement (million US\$)	Energie renouvelable		
Emerging Capital Partners II	2005	50	Evolution I	2009	6
Atlantic coast Regional Fund	2007	15	Agroalimentaire		
Emerging Capital Partners III	2008	50	Agri-life	2009	15
Maghreb Fund II	2008	26	Africa Agriculture Fund	2010	40

<sup>1</sup> Même si cette institution a développé ses activités dans les pays limitrophes depuis les années 1990.

<sup>2</sup> La BEI se concentre sur les pays de l'Union Européenne mais cette institution dispose aussi d'une petite enveloppe pour investir dans les pays « Afrique, Caraïbe, Pacifique ».

<sup>3</sup> On aurait pu ajouter les prêts-mezzanine (ou investissement en quasi-fond propre) qui se situent entre la dette et l'investissement en capital et que l'on retrouve fréquemment dans la gamme des produits proposés par les IFD.

<sup>4</sup> Par exemple, l'IFD française Proparco s'est fixé l'objectif d'augmenter dans les prochaines années ses investissements en fond propre (*private equity* et prises de participation) à hauteur de 30% de son portefeuille contre 14% en 2014 (Proparco 2014a). A l'inverse, l'IFD sud-africaine DBSA a décidé cette même année de suspendre ses investissements dans des fonds de *private equity*. Enfin Norfund consacrait en 2012 84% de ses capitaux à des investissements en capital, dont 23% sont allés à des fonds de *private equity* (Norfund 2013).

Pan African Investment Partners II	2009	50	Mines		
AfricInvest II	2009	26	New Africa Mining Fund II	2010	25
Aureos Africa Fund	2009	30	Foresterie		
Citadel Africa Joint Investment Fund	2009	20	Global Environment Fund	2010	20
West African Emerging Market Fund	2009	10	Santé		
8 miles	2010	50	Aureos Health Care Fund	2008	12
HELIOS II	2010	30	Investment Fund for Health in Africa	2009	13
Catalyst	2010	15	Infrastructures		
Maghreb Fund III	2011	26	South Africa infrastructure Fund	1998	50
Vantage II	2011	25	Emerging Capital Partners I	2007	50
Cauris Croissance II	2011	7	Pan African Infrastructure Development Fund	2008	30
Carlyle Sub Saharan Africa Fund	2012	50	Raising Africa Infrastructure Fund	2008	25
Petites entreprises			African Energy Infrastructure Fund	2009	30
Acacia Fund	1996	2	Argan Infrastructure Fund	2010	20
Zambia Venture Capital Fund	1998	2	Total (37)		
Indian Ocean Regional Fund	2000	2			
Grofin Africa Fund	2008	20			
Intermédiation financière					
Africa Capitalization Fund	2010	50			
Africa Guarantee Fund	2010	10			
Summit Development Group	2010	25			

### 2.1.2. Les Fonds de pension

Exception faite de ces institutions publiques, tous les autres investisseurs institutionnels de notre panel mobilisent les capitaux de particuliers ou d'entreprises privés. Ainsi, les fonds de pension tirent leurs capitaux des cotisations de leurs souscripteurs salariés auxquels ils reversent ensuite des indemnités de

retraite. Les fonds de pension sont donc des institutions qui articulent les sphères de la finance et de la protection sociale dans un régime de retraites par capitalisation (Montagne 2006).

De telles institutions privilégient une rentabilité stable et sur le long terme afin d'honorer leurs engagements contractuels. Selon Michel Aglietta et Sandra Rigot les fonds de pension seraient davantage attirés par les actions en vertu de la prime de risque à long terme et de la force de retour vers la moyenne des rendements (Aglietta et Rigot 2009). En 2013, le portefeuille du GEPF, le plus important fonds de pension d'Afrique du sud, était composé de 75% d'investissements cotés sud-africains (actions, obligations, devises), de 15% d'investissements non cotés sud-africains (*private equity*, propriétés et investissement de développement –*developmental investment*) et enfin de 10% d'investissements *offshores*, dans les pays du Nord comme sur le continent africain, cotés et non cotés (PIC 2013).

On peut distinguer deux types de fonds de pension : les entités publiques telles que le Government Employee Pension Fund (GEPF) en Afrique du sud ou le Swaziland National Provident Fund au Swaziland ; et les fonds privés comme le fonds danois Pensionskassernes Administration A/S. En ce qui concerne le premier groupe, ces institutions financières sont sous la tutelle gouvernementale ; dans le cas de l'Afrique du sud, le fonds GEPF qui centralise l'épargne des employés de la fonction publique est placé sous la supervision du ministère des finances et sous la tutelle de l'assemblée nationale<sup>5</sup>. Ainsi, si ces institutions publiques sont insérées dans des logiques commerciales et contractuelles, elles poursuivent aussi des objectifs plus politiques. Le fonds de pension GEPF par exemple s'est vu confié par le parlement un mandat en faveur du développement économique et de la réduction des inégalités sociales ; c'est dans le cadre de ce mandat d'investissements pour le développement –*development investment*- que l'institution a effectué ses premiers investissements de *private equity* dans le secteur agricole ainsi que l'a formulé son directeur en 2013 :

*« Dans le cadre de ses investissements pour le développement, le fonds va aussi investir dans des secteurs créateurs d'emplois comme l'agriculture et les agroindustries, le tourisme, la construction et les services. Le fonds va s'engager dans l'agriculture dans le cadre de partenariats avec des entreprises agricoles établies. Le principal objectif sera de permettre à ces entités commerciales, avec des prêts et des investissements en capital, de faciliter le développement des zones sous-développées avec l'objectif d'augmenter les capacités productives et de contribuer à la sécurité alimentaire tout en générant un excellent retour sur investissement pour le GEPF. L'agriculture et les agroindustries sont des investissements attractifs grâce à leurs impacts sociaux et leurs retours »<sup>6</sup>.*

---

<sup>5</sup> République d'Afrique du sud, *Government employees' pension law* (1996) et *PIC Act* (2004).

<sup>6</sup> Discours de John Oliphant, Principal Executive Officer du GEPF, au cercle de la presse du Cap, 23 avril 2013.

Ce mandat « *developmental investment* » s'est traduit par la création d'une division spécialisée, le « Isibaya Fund », au sein de la société de gestion du GEPF laquelle gère 5% du total des capitaux du GEPF<sup>7</sup> (PIC 2013). NvA, chargé d'investissement au sein de cette division, souligne la capacité du GEPF à investir sur le long terme et la flexibilité de leurs produits financiers –mélange entre dette et capital- par comparaison avec les banques notamment<sup>8</sup>. De même, le Swaziland National Provident Fund investit explicitement dans le secteur agricole en vue de promouvoir la sécurité alimentaire<sup>9</sup>. L'engagement du fonds de pension privé danois s'inscrit davantage dans la recherche de nouvelles possibilités de diversification du portefeuille (voir chapitre II, p. 40).

### **2.1.3. Les Compagnies d'assurance et banques**

Les institutions historiques du capitalisme financier que sont les compagnies d'assurance et les banques, sont elles aussi bien représentées au sein de notre panel.

Les compagnies d'assurance ont également des engagements de passifs contractuels, mais à la différence des fonds de pension elles sont tenues par des contraintes réglementaires, contractuelles et commerciales plus importantes<sup>10</sup> (Aglietta et Rigot 2009). Les compagnies d'assurance sud-africaines « historiques », notamment Old Mutual et Sanlam, sont particulièrement actives dans l'essor des investissements dans l'agriculture en Afrique du sud et sur le continent, à la fois comme entrepreneur et comme investisseur.

Depuis la fin de l'apartheid, ces compagnies d'assurance cherchent à mettre en scène leur activisme dans la définition et la mise en œuvre de programmes privés ou public-privé de redistribution et de développement économique. En effet, la contribution de ces investisseurs institutionnels au développement et aux transformations de l'économie nationale fait l'objet de controverses et les appels au retour de la politique des actifs prescrits (voir chapitre II, p. 10/11) sont fréquents. Hein Marais par exemple a dénoncé la faiblesse des investissements d'Old Mutual dans les secteurs productifs de l'économie par comparaison aux Etats asiatiques notamment (Marais 2011). Face à ces critiques, Old Mutual a développé toute une gamme de produits financiers « socialement responsables » à destination

---

<sup>7</sup> Soit 63 milliards de rands au 31 mars 2013.

<sup>8</sup> Entretien NvA, Directeur d'investissement, Isibaya-PIC, Sandton, 5 août 2013.

<sup>9</sup> Times of Swaziland, « *PSPF, SNPF to pump E449 million in Agri Fund* », 17 juillet 2014.

<sup>10</sup> Au niveau législatif, elles doivent tenir compte de la « *duration* » des actifs et du passif dans leur comptabilité ; au niveau contractuel elles sont contraintes par le respect d'un « *taux annuel minimum garanti de rémunération dans les contrats d'assurance vie, tacite reconduction des contrats, rachat au pair sans pénalité pour les clients, respect des engagements à long terme avec une probabilité d'au moins 95%* » (Aglietta et Rigot 2009, 207).

des investisseurs institutionnels sud-africains dont fait partie le fonds agricole CroissanceFutureAgri Fund I<sup>11</sup>.

Les banques sud-africaines sont en retrait dans l'industrie du *private equity* en Afrique du sud par rapport aux premières transactions (voir chapitre II, p.26/27). Toutefois, Classic chartered et la Deutsche Bank investissent dans les fonds ou les firmes de *private equity* dont elles assurent la gestion. L'engagement des banques s'inscrit dans une stratégie de diversification de leurs activités et de leurs sources de revenus. Mais ces participations sont aussi motivées par des considérations commerciales. L'équipe de Classic chartered PE par exemple investit exclusivement auprès des clients de la banque auxquels ils proposent un outil financier supplémentaire.

#### **2.1.4. Les Fonds de dotation**

Les fonds de dotation sont des institutions financières « immortelles » (Campbell 2011) intégré au passif d'une organisation à but non lucratif (église, université).

*« Ils (les fonds de dotation) investissent pour fournir des revenus à la collectivité. Leur objectif est donc double : préserver la valeur réelle du capital sur un horizon indéfini et fournir des flux de revenus stables à un budget opérationnel. Or l'investissement exclusif dans des actifs non risqués est insuffisant pour préserver la valeur réelle à long terme »* (Aglietta et Rigot 2009, 193).

C'est pour cela, expliquent les auteurs, que ce groupe d'investisseurs est particulièrement actif dans la catégorie des actifs alternatifs, dont les fonds de *private equity*, ou ils jouent souvent un rôle pionnier et obtiennent de bons rendements grâce notamment à leurs engagements opérationnels et leur maîtrise de « la relation de délégation ».

Les principaux fonds de dotation sont ceux des universités américaines qui valorisent les frais d'inscription des étudiants ; deux d'entre eux figurent dans notre liste : Harvard et Vanderbilt. Le fonds de dotation universitaire d'Harvard est le premier fonds de dotation parmi les universités américaines, la valeur de ses actifs étant estimée à 32,7 milliards \$US en juin 2013<sup>12</sup>. Ce fonds de dotation a joué un rôle pionnier par exemple en ce qui concerne les investissements dans les exploitations forestières au niveau mondial à la fin des années 1990<sup>13</sup>. Par la suite, ce fonds n'a fait qu'accroître la part des « ressources naturelles » dans son portefeuille, une catégorie d'actifs hybrides

---

<sup>11</sup> Outre le fonds agricole, cette gamme de produits responsables comprend le « *Community property fund* », un fonds immobilier spécialisé dans le financement de centres commerciaux notamment dans les zones rurales et les *townships* ; ou encore le « *Power debt fund* » qui investit dans les créances de dettes et autres obligations dans le secteur des énergies renouvelables, surtout pour la construction de panneaux solaires et d'éoliennes.

<sup>12</sup> Il est géré par la société gestionnaire « Harvard Management company », une filiale de l'université intégralement détenue par celle-ci.

<sup>13</sup> Voir Businessweek, *Can timber rebuild Harvard's endowment*, 20 septembre 2012. Aujourd'hui ce type d'investissement est reconnu et recherché par les investisseurs institutionnels du monde entier (Gunnore 2014).

qui regroupe les investissements dans les forêts, l'eau, l'énergie ou encore l'agriculture (voir encadré 2.9).

**Encadré 2.9 : Le portefeuille du fonds de dotation de l'université d'Harvard en 2013**

En vertu de son modèle théorique de « politique de référence du portefeuille »<sup>14</sup>, le portefeuille du fonds de dotation d'Harvard en 2013 tend vers la composition suivante :

49% d'actions *-equities* : 11% sur le marché domestique, 11% sur les marchés étrangers, 11% sur les marchés émergents, 16% de capital-investissement *-private equities* ;

15% d'hedge funds ;

25% d'actifs physiques *-real assets* : 10% d'immobilier, 13% de ressources naturelles, 2% de matières premières cotées en bourse ;

11% de titres à revenu fixe : 4% d'obligations domestiques, 2% d'obligations étrangères, 2% de titres à haut rendement *-high yield bonds*, 3% de titres indexés à l'inflation.

**2.1.5. Les Sociétés d'investissement**

On compte 8 sociétés d'investissements parmi les investisseurs du panel. Les sociétés d'investissement centralisent les capitaux de groupes d'investisseurs individuels et institutionnels qui disposent d'importantes ressources, en vue de générer une rentabilité financière supérieure au marché grâce à leur savoir faire d'une part et leur volume de capitaux d'autre part. Parce qu'elles s'adressent à des investisseurs « professionnels », donc supposés conscients des risques, elles ne sont pas soumises aux restrictions réglementaires qui s'appliquent aux fonds de pension par exemple.

Les sociétés d'investissements de notre panel se distinguent les unes des autres par les coalitions d'investisseurs qu'elles regroupent, c'est-à-dire selon la source de leurs capitaux. En effet au-delà de l'objectif commun de profit, leurs investissements dans le secteur agricole sont motivés par des stratégies financières et économiques originales. La société d'investissement des filières céréalières françaises Unigrains investit par exemple 2 millions d'euros dans l'Agriculture and Agribusiness Fund (AAF). Créée en 1963, cette société collecte principalement ses capitaux auprès des agriculteurs céréaliers français et de leurs associations<sup>15</sup> afin d'investir dans les filières agroalimentaires pour assurer des débouchés à la profession agricole. Le directeur d'investissement de la société Unigrains souligne ainsi le caractère stratégique de leur participation dans le fonds AAF :

*« DB : Les montants investis dans ces fonds sont très modestes pour Unigrains parce que la motivation première n'est pas le retour sur investissement mais il s'agit plutôt d'un*

<sup>14</sup> L'équipe de gestion réactualise chaque année un objectif théorique d'allocation du portefeuille qui correspond à une allocation optimale en termes de risques et de retours, et constitue ainsi un critère d'évaluation pour la gestion effective du fonds.

<sup>15</sup> Mais aussi des principales institutions bancaires françaises (Crédit agricole, Natixis, etc.).

*investissement d'intelligence économique (...) ces partenaires locaux pourraient à terme nous ouvrir des portes le jour où des entreprises françaises souhaiteraient s'implanter sur place, ou leur recommander des opérations »<sup>16</sup>.*

La société Unigrains regroupe donc une coalition d'investisseurs fondée sur l'appartenance à un groupe professionnel. Mais les sociétés d'investissements de notre panel regroupent parfois d'autres fractions du capital sur la base d'appartenances familiales ou sur les niveaux de ressource. La holding sud-africaine PSG Group par exemple, qui est tout à la fois le fondateur, l'actionnaire majoritaire et le gestionnaire de la société d'investissement agricole Cédre repose sur une coalition d'entrepreneurs afrikaners<sup>17</sup>.

#### **2.1.6. Les BEE trusts**

Les groupements *Black Economic Empowerment*, ou BEE trusts, constituent une forme atypique de société d'investissement que l'on trouve dans notre panel au sein du fonds Agri-life I ou de la holding Agriteam notamment. L'essor de ces trusts s'inscrit dans l'Afrique du sud postapartheid au croisement des politiques publiques de discrimination positive et des initiatives du secteur privé. Les BEE trusts sont détenus par des individus, ou des groupements d'individus réalisés sur une base communautaire notamment, issus des populations discriminées pendant l'apartheid – les africains mais aussi les coloureds et les indiens. La gestion et la représentation du trust sont déléguées soit à une société de gestion spécialisée soit à l'un des bénéficiaires du trust. L'originalité de ces sociétés d'investissement repose sur la séparation existante entre les pourvoyeurs de capitaux et les bénéficiaires du trust. En effet, les capitaux du trust proviennent soit des institutions financières de développement et notamment de l'IDC soit d'un partenaire privé sous la forme d'un prêt qui est ensuite remboursé lors du versement des dividendes ou lors du partage de la plus-value finale. Par exemple, au sein d'Agriteam la participation du BEE trust Bafepi Agri a été financée grâce à un prêt du fonds de pension de la fonction publique GEPPF. Ce partenaire financier externe pèse alors dans la constitution du *trust* et dans la sélection des bénéficiaires. Le cadre juridique du trust

*« maintient les salariés bénéficiaires dans une position structurellement passive, tant à l'égard de l'employeur qu'à l'égard des intermédiaires financiers » (Montagne 2006, 226).*

La mise sous tutelle des bénéficiaires est donc une caractéristique structurelle du trust ; au sein des *BEE trusts*, les individus et les groupes bénéficiaires sont ainsi marginalisés dans le processus décisionnel au profit des gestionnaires financiers et des institutions publiques pourvoyeuses de capitaux.

---

<sup>16</sup> Entretien téléphonique DB, directeur des investissements et du développement, Unigrains, 6 octobre 2013.

<sup>17</sup> En effet, ce groupe financier fondé en 1995 est contrôlé par ses directeurs, à commencer par la famille Mouton, qui détient 36,6% de son capital ; une entreprise de production de meuble, Steinhoff, détenue par l'entrepreneur afrikaner Markus Jooste (à hauteur de 19,6%) ; un groupe de proches et d'amis des directeurs (10,1%) et Integrity Capital, la filiale *Black Economic Empowerment* du PSG Group.

L'adoption en 2008 d'une chartre BEE propre au secteur agricole, la *AgriBEE sector charter on black economic empowerment*, par le ministère du commerce et de l'industrie a provoqué une prolifération des transactions impliquant un BEE trust dans le secteur agricole.

### **2.1.7. Les Fondations privées**

Les fondations nord-américaines constituent le dernier groupe d'investisseurs institutionnels de notre panel. Une seule fondation est clairement visible dans notre panel, la Kellogs foundation ; mais d'autres sont aussi engagées dans le financement d'initiatives multilatérales de financement comme le projet AgDevCo par exemple, soutenu par la Mastercard foundation ou la facilité d'assistance technique créée en marge du fonds Agriculture and Agribusiness Fund, cofinancé par la Bill et Melinda Gates Foundation. Ces fondations privées à but non lucratif fonctionnent grâce aux donations de leur mécènes d'une part et aux revenus de leur portefeuille d'autre part. Par exemple le Kellogs trust s'est constitué autour des actions du groupe Kellogs offertes par le fondateur du groupe<sup>18</sup>.

Les fondations philanthropiques modernes sont apparues selon Nicolas Guilhot à la fin du XIXe siècle aux Etats-Unis comme une « alternative privée au socialisme » (Guilhot 2004, 10). Au XXe siècle, celles-ci vont connaître un double mouvement de « bureaucratisation » et d'« internationalisation », notamment vers le continent africain<sup>19</sup>. L'agriculture constitue alors un terrain propice à leurs investissement comme l'illustre par exemple la création en 2006 de l'organisation « Growing Africa's Agriculture » (AGRA) par la Bill et Melinda Gates Foundation.

### **2.1.8. Les investisseurs minoritaires : individus et société de gestion**

Si les investisseurs institutionnels dominent notre panel et plus généralement les marchés financiers, il n'en reste pas moins que des investisseurs individuels investissent à leurs côtés. Au sein de notre panel, nous avons ainsi identifié plusieurs groupes d'individus :

- les partenaires seniors et les salariés des sociétés de gestion qui investissent à titre personnel lorsqu'ils en ont l'occasion comme les fondateurs de FUU dans le fonds CroissanceFutureAgri Fund I ou bien les fermiers zimbabwéens dans Faucon ;
- les dirigeants des entreprises-cibles qui peuvent eux aussi s'engager, dans le cadre d'opérations de *management buy-out*, comme pour le rachat d'Afgri, où le directeur exécutif de l'entreprise détient 5% du capital d'Agriteam, la holding acquéreuse ;
- et enfin les petits actionnaires sur le JSE qui peuvent acquérir des actions de la société Cédre.

---

<sup>18</sup> Lesquelles constituent encore aujourd'hui près de 57,2% de ses actifs en 2013 (Fondation Kellogs 2013).

<sup>19</sup> Les formes de la philanthropie sont dépendantes des transformations de l'économie capitaliste comme le souligne Nicolas Guilhot : « le renouveau actuel de la philanthropie et l'émergence d'un nouveau discours civique émanant des milieux financiers sont les premières tentatives, encore tâtonnantes, de traiter les nouvelles questions sociales générées par la mondialisation financière » (Guilhot 2004, 13).



Ces investisseurs individuels sont dispersés et leurs contributions financières sont toujours marginales dans les fonds et les firmes de notre panel. Par conséquent, ce groupe d'investisseur pèse peu dans la mise en place et le fonctionnement des filières agro-financières du *private equity*.

Nous retrouvons donc au sein de notre panel d'investisseurs à la fois des institutions financières « historiques » du capitalisme, à savoir les banques et les compagnies d'assurance mais aussi les institutions financières de développement ainsi que des institutions propres au capitalisme financiarisé contemporain comme les sociétés d'investissement ou les fonds de pension<sup>20</sup>. Les investisseurs identifiés font partie sur leurs marchés respectifs des acteurs dominants –*incumbents*– au niveau national et parfois au niveau mondial. L'innovation financière du *private equity* agricole en Afrique du sud est ainsi soutenue et entretenue par les acteurs qui concentrent les capacités financières mais aussi techniques et humaines pour produire de nouvelles classes d'actifs.

Au-delà de leurs capacités communes, nous voyons apparaître une diversité de profils d'investisseurs institutionnels qui se distinguent principalement par leurs bilans comptables et les cadres juridiques, sociaux ou encore culturels dans lesquels ils sont immergés. Ainsi leur engagement dans des fonds et des firmes de *private equity* agricole reposent sur des rationalités plurielles. Pourtant, ils se retrouvent côte à côte au sein de structures d'investissement dédiées à l'agriculture (sud)-africaine. Ces entités reposent donc sur une coalition d'investisseurs, mus par des intérêts et des enjeux pluriels mais qui s'engagent dans un projet collectif dont la rentabilité est le plus petit dénominateur commun.

## **2.2. Investir professionnellement : organisation et travail au sein des institutions financières de développement**

Si les investisseurs institutionnels de notre panel sont multiples, ce sont tous des professionnels de l'investissement qui partagent un ensemble de normes professionnelles et organisationnelles communes. Comme le note Horacio Ortiz :

« Les « investisseurs », les « marchés efficients » et l'implicite ambigu d'un « Etat garant » n'existent pas comme des sujets et des espaces sociaux, mais ils sont omniprésents en tant qu'ils sont des raisons et des agences opérant dans les calculs et les procédures des professionnels de la finance » (Ortiz 2011, 178).

Autrement dit, c'est dans les pratiques concrètes des acteurs de la finance que surgissent les investisseurs institutionnels et il est donc primordial d'analyser les pratiques et le travail au sein de ces organisations<sup>21</sup>.

---

<sup>20</sup> En ce qui concerne le dispositif du trust et son utilisation par les fonds de pension, Sabine Montagne les qualifie de « *fondement juridique du nouveau capitalisme patrimonial* » (Montagne 2006, 226).

<sup>21</sup> C'est l'enjeu d'un courant d'étude au sein des études sociales de la finance qui étudie « l'agence financière » qui analyse les ressorts concrets de l'investissement et la circulation des « catégories de perception des acteurs financiers » (voir Montagne et Ortiz 2013).

Nous souhaiterions dans cette partie nous intéresser aux pratiques et aux normes qui caractérisent les investisseurs de *private equity*, en prenant en compte les formes d'organisation et de division du travail en vigueur chez un groupe d'investisseurs en particulier, les institutions financières de développement (IFD). Le choix de s'intéresser aux IFD est motivé d'une part par leur domination au sein de notre panel. D'autre part, ces organisations sont des espaces de rencontre et de confrontation entre les principes de l'action publique et une rationalité financière. A notre sens, la confrontation et la cohabitation entre ces logiques parfois antagonistes révèlent d'autant plus les ressorts de la rationalisation financière (Godechot 2001)<sup>22</sup>.

Malgré les particularités propres à chaque administration publique<sup>23</sup>, on observe au sein des institutions financières de développement une organisation commune du travail autour du *private equity*. En effet, une division spécifique est généralement en charge des investissements en capital. Ainsi chez Proparco il existe une division « fonds propres et participations » qui regroupent les activités de *private equity* et les prises de participations directes. Au sein de cette division la division du travail est organisée entre le *front office* et le *middle office*. Une équipe de chargés d'affaires, le *front office*, identifie les opportunités d'investissement, conduit les évaluations préliminaires du projet et les *due diligences*, puis négocie les clauses du contrat avec le gestionnaire professionnel. Parallèlement, une équipe de chargés de gestion, le *middle office*, assure le suivi des différents investissements une fois le contrat signé et reste en contact avec les sociétés de gestion.

En termes de carrières professionnelles, le personnel des divisions *private equity* est majoritairement issu des institutions financières privées. Par exemple, la directrice de la division participation de Proparco, A.N.K., a passé 12 ans dans le cabinet d'audit PricewaterhouseCoopers, puis 4 ans au sein du département fusions et acquisitions de la SNCF avant de rejoindre Proparco en 2009. L'un des anciens directeurs de la division « *private equity and direct equities* » de la Development Bank of Southern Africa (DBSA), A.S., a passé 4 ans dans le cabinet d'audit Deloitte avant de rejoindre l'IFD régionale du Kwazulu Natal « Ithala » en 2010, puis la DBSA en 2012. Il s'agit donc de généralistes de l'investissement et de la finance d'entreprise sans expertise sectorielle particulière comme le rappelle le directeur du *private equity* à la Banque Européenne d'Investissement (BEI) :

« JP : Nous n'avons pas d'expertise sectorielle nous avons une expertise *equity and fund* ; notre valeur ajoutée est de structurer la proposition par rapport aux meilleures pratiques de marché pour attirer plus d'investisseurs. On regarde les normes anti-blanchiment, les

---

<sup>22</sup> Sans sous-estimer la diversité des pratiques concrètes d'une IFD à une autre nous nous baserons sur des entretiens et analyses de documents réalisés dans plusieurs IFD. La confrontation entre les différentes organisations doit nous permettre d'analyser une « agence financière » transversale.

<sup>23</sup> Ainsi, les cycles budgétaires et les logiques de l'action publique contraignent le champ d'action des IFD ; par exemple, la DBSA et l'IDC ne peuvent pas investir dans des fonds enregistrés en dehors de l'Afrique du sud.

*compétences de l'équipe, tout ce qui est rattaché à la structure du fonds et à la gouvernance en gros »<sup>24</sup>.*

Les chargés d'affaire opèrent une première sélection des projets d'investissements qui leurs parviennent en mobilisant leurs savoirs faire techniques d'une part et leur connaissance pratique du marché du *private equity* d'autre part. Ainsi les chargés d'affaires occupent une position inertielle de médiateur entre le marché du *private equity* et l'organisation. Cette capacité à « interpréter » ou à « lire » le marché leur confère une autorité particulière au sein des IFD dans le cadre de la sélection de l'offre<sup>25</sup>. Par la suite ils vont défendre les projets présélectionnés au sein de l'organisation et plus particulièrement dans le cadre du comité d'investissement. Les comités réunissent régulièrement toutes les parties concernées autour d'un projet d'investissement particulier, et ce collège délibère puis valide, ou invalide, l'avancée et l'approfondissement des procédures d'évaluation du gestionnaire-candidat<sup>26</sup>. Face au personnel issu de la division *private equity* on trouve trois autres groupes d'acteurs au comité d'investissement qui défendent une rationalité concurrente pour la sélection des projets.

Premièrement, la division des risques, ou la division du crédit, est en charge de garantir un équilibre global du portefeuille de l'IFD et se positionne en garante d'une bonne gestion financière en se focalisant sur le couple risque/rendement. Concrètement, le personnel de cette division s'assure que les projets d'investissement ne contribuent pas à dégrader la note de l'institution et donc sa capacité à emprunter sur les marchés. Face au chargé d'affaires, le représentant de la division des risques constitue le principal contre-pouvoir au sein du comité d'investissement. Tandis que le premier fait valoir sa connaissance empirique du marché, la division des risques mobilisent des modèles et des simulations financières. Un chargé d'affaire à la DBSA raconte comment les deux rationalités, par le projet ou par les chiffres, déterminent des approches différentes à l'égard des projets de *private equity*:

*« HP: Si tu considères simplement les rapports, annuel et trimestriels, et tu appliques les ratios comptables, tu as l'impression que c'est vraiment un mauvais investissement...Mais quand tu es présent au conseil consultatif tu peux réellement voir et comprendre la valeur sous-jacente. Parce que ça n'est pas seulement pour moi. Il faut que je convaincs les membres du comité du crédit. Eux regardent seulement les ratios comptables. Donc en termes d'appétit pour le risque perçu...ils voient un investissement qui n'est pas rentable. C'est ce que tu vois quand tu es dans un environnement bancaire et que tu considères les investissements de private*

---

<sup>24</sup> Entretien téléphonique JP, directeur du département *private equity*, Banque Européenne d'Investissement, 12 octobre 2013.

<sup>25</sup> Le poids du marché ne se fait pas seulement sentir dans le choix de la société de la gestion mais aussi dans le cadre de la négociation des contrats entre les deux parties. En ce qui concerne la question du niveau et des mécanismes de rémunération des gestionnaires par exemple, les chargés d'affaire privilégient souvent le cadre commercial standard focalisé sur les performances financières au détriment d'autres critères d'évaluation.

<sup>26</sup> Chez Proparco, 3 comités d'investissement rythment l'avancée des projets ; après chaque comité de nouveaux risques sont considérés et de nouvelles enquêtes conduites pour évaluer leur portée réelle.

equity »<sup>27</sup>.

Deuxièmement, la division « Impacts », ou « Responsabilité Environnementales et Sociales », est chargée d'évaluer et de quantifier, en amont puis en aval de l'allocation des capitaux, les impacts environnementaux et sociaux de l'investissement. Un des enjeux au sein des IFD est alors l'intégration des savoirs portés par la division « Impacts » dans le processus délibératif et décisionnel. En effet, si les normes environnementales et sociales occupent une place prépondérante dans les discours de promotion du *private equity* au sein des IFD, l'influence réelle du personnel de la division impacts reste marginale. Afin de rationaliser ces savoirs et de favoriser leur insertion dans la chaîne décisionnelle, Proparco a formalisé un outil de notation des performances sociales et environnementales d'un projet d'investissement : le « *Corporate-policy Project Rating* » (voir encadré 2.10). La note obtenue est alors présentée au comité d'investissement et, si elle n'a pas de caractère contraignant, elle constitue un outil d'aide à la prise de décision.

Encadré 2.10 : Le *Corporate-policy Project Rating* (GPR) comme outil décisionnel chez Proparco (Proparco 2014b)

Le GPR est un outil de notation des projets développé par l'IFD allemande, la DEG, qui permet de « *mesurer les impacts des projets en ex-ante (prévisions et estimations) et en suivi (résultats avérés)* ». Celui-ci reprend 4 principaux critères d'évaluation pondérés : le risque de contrepartie, les effets sur le développement, le rôle stratégique de Proparco et la viabilité financière du projet. En ce qui concerne le premier critère, ce dispositif distingue 4 grands groupes de contrepartie qui ont chacune leur propre profil de risque et leurs propres impacts : les institutions financières, les fonds d'investissement, les entreprises et les mines et les infrastructures. Ensuite, concernant les effets sur le développement, quatre thématiques principales sont retenues : emploi, genre, développement durable, accessibilité.

Critère	Note GPR
1 Risques de contrepartie	/120
2 Effets sur le développement	/165
3 Rôle stratégique de PROPARCO	/115
4 Viabilité financière	/100
<b>TOTAL</b>	<b>/ 500</b>

L'évaluation du « rôle stratégique de Proparco » est intéressante car cet indicateur traduit la manière dont l'organisation conçoit son rôle dans le champ du développement et révèle une conception de l'action publique. Quatre sous-critères sont retenus : la conformité du projet avec les grands axes de

<sup>27</sup> Entretien HP, chargé d'investissement, DBSA, Centurion, 6 mars 2015.

l'orientation stratégique de l'organisation<sup>28</sup> ; la mobilisation d'autres fonds public ou privé ; le rôle de conseil de Proparco ; enfin la subsidiarité du projet, c'est-à-dire sa « complémentarité » avec les autres financements disponibles.

Troisièmement, il y a soit à l'intérieur des IFD soit à leurs périphéries un personnel technique de terrain qui, s'il ne siège pas directement au comité d'investissement, participe à la construction d'une opinion à l'intérieur de l'organisation et à la prise de décision en matière d'investissement. Par exemple, Proparco peut ponctuellement mobiliser le personnel des divisions technique du groupe AFD pour analyser les composantes techniques d'un projet ; au sein de la Banque européenne d'investissement en revanche, ils disposent d'une expertise interne :

*« JP : On a des spécialistes sectoriels, dans l'agrobusiness qui nous donnent des inputs et nous montrent les risques potentiels, pour nous aider dans les due diligences, nous rendre plus confortable, mais aussi vérifier que le manager comprend bien nos exigences et qu'ils ne font pas des choses qu'ils ne devraient pas faire »<sup>29</sup>.*

Contrairement à ce que laisse penser cette citation, la relation entre personnel financier et personnel technique au sein des IFD, ou plus largement au sein des institutions du développement et de la coopération, est parfois marquée par une lutte entre groupes professionnels pour l'imposition d'une expertise légitime au sein du champ du développement. La promotion du *private equity* comme instrument de politique publique a notamment suscité des controverses et des conflits au sein de ces arcanes. Le lancement en 2010 de l'Agriculture and Agribusiness Fund (AAF) à l'initiative de l'Agence française de développement a ainsi suscité des contestations de la part du personnel technique de terrain de l'agence, les chargés de mission, notamment issu de la division « Agriculture, Développement Rural et Biodiversité », face à ce qui a été alors perçu comme l'influence croissante du personnel financier. Le partenariat avec la société de gestion Mafissa et le niveau de rémunération négocié sont particulièrement critiqués en interne. CT chef de projet qui a participé aux premières discussions autour du projet AAF pour le compte du FIDA revient sur les différentes conceptions du développement agricole qui se sont révélées à cette occasion :

*« Cette évolution renvoie à une opposition entre les agro-éco et les financiers. Les premiers sont plus proches de la demande de terrain et favorisent l'essor des investissements nationaux. Tandis que les financiers ont une approche par la rentabilité des projets et soutiennent davantage les investissements directs étrangers. Et donc pour le projet AAF on a mis en place un montage financier classique pour le financement des grands projets alors qu'il aurait fallu un instrument plus fin pour répondre à la demande de terrain... Cette opposition on la retrouve aussi ailleurs,*

<sup>28</sup> « Priorité Afrique », « lutte contre le réchauffement climatique », « PME », « financement fond propre/mezzanine », « secteurs sociaux ».

<sup>29</sup> Entretien téléphonique JP, directeur du département *private equity*, BEI, 12 octobre 2013.

*par exemple dans le projet FARM<sup>30</sup> ; le groupe technique mandaté par l'AFD a privilégié en son sein une expertise financière plutôt qu'une expertise technique plus traditionnelle. Du coup, les propositions qui ont été faites étaient surtout des montages financiers destinés aux investisseurs privés pour gérer leurs risques, avec des dispositifs spéciaux sur les marchés dérivés. Puis il y a eu des débats avec le département agro-éco, et la réalité a fini par mettre tout le monde d'accord, et ce projet financera l'aide technique auprès des gouvernements africains. Donc on est passé du financement d'un montage financier à du renforcement de capacité. Les financiers depuis le boom des années 2000 pensent qu'ils peuvent tout résoudre avec des instruments financiers et qu'ils n'ont rien à apprendre des développementalistes. Après le G20, on a vu beaucoup d'initiatives promouvant des instruments financiers, et nous avec le CIRAD notamment ont dû mener des expertises pour freiner cet engouement et rappeler la réalité de terrain (...) C'est aussi une opposition culturelle ; d'un côté on a les financiers, jeunes et plutôt communicants, de l'autre, les agro-éco, plus proche du terrain, moins jeunes et sachant que le développement n'est pas un long fleuve tranquille...que ça prend du temps »<sup>31</sup>.*

Le clivage est donc professionnel mais aussi générationnel comme le souligne CT à la fin de la citation. Face aux financiers en général et aux chargés d'affaires en particulier, le personnel technique défend une approche des politiques de développement davantage focalisée sur la gestion opérationnelle des projets que sur les flux de capitaux. C'est pourquoi ils contestent leur marginalisation dans le processus décisionnel et refusent de voir leur champ d'activité réduit aux seules *due diligences*.

On peut tirer quelques enseignements de l'organisation et de la division du travail en place au sein des IFD. Tout d'abord, les trajectoires professionnelles des responsables du *private equity* sont très proches de celles des gestionnaires d'actifs. En effet, ils partagent des expériences communes, au sein des grands cabinets d'audit notamment, d'où ils conservent des références et des codes professionnels communs. A ce titre l'infrastructure matérielle et humaine qui leur permet d'effectuer leurs travaux respectifs est très similaire (logiciel de modélisation et de simulation financière, cabinet d'avocat d'affaires). Ensuite, l'organisation du travail en vigueur, comme par exemple la séparation entre un *front office* et un *back office*, emprunte largement aux grandes institutions d'investissement privée (Godechot 2001). L'organisation des IFD est donc guidée par une logique de rationalisation financière à travers l'adoption des normes de gouvernance ou des procédures comptables empruntées aux investisseurs institutionnels privés<sup>32</sup>.

---

<sup>30</sup> Une plateforme pour la gestion des risques agricoles.

<sup>31</sup> Entretien CT, AFD, chargé de mission, 24 octobre 2013.

<sup>32</sup> Benjamin Lemoine et Vincent Gayon notent ainsi : « *l'alignement silencieux et opérant par petits pas des métrologies comptables publiques et privées tend à étendre le cadre et la rationalité marchande et financière à*

La bureaucratie néolibérale (Hibou 2012) de l'investissement en *private equity* est structurée autour de plusieurs pôles professionnels qui incarnent des savoirs faire et des conceptions particulières du développement. Ces différents pôles échangent et se confrontent dans le cadre d'un processus délibératif formalisé, les comités d'investissement successifs, au cours duquel se construit progressivement un compromis. Toutefois, il existe une hiérarchie de fait entre les différents groupes de professionnels. En effet, si les chargés d'affaires se conforment aux ratios macro-prudentiels en vigueur, les chargés d'évaluation des impacts formatent et rendent compatible leurs outils d'analyse avec les procédures de sélection des investissements.

Toutefois c'est dans le cadre du processus délibératif et dans la confrontation entre groupes de professionnels que les investissements de *private equity* acquièrent leurs qualités « naturelles », notamment leurs capacités à concilier une double rentabilité financière et sociale. En effet, si cette double rentabilité apparaît dans les récits des promoteurs comme une caractéristique intrinsèque de l'instrument, en réalité le personnel des IFD réalise ses propres arbitrages au niveau de leur portefeuille global afin de les faire advenir simultanément. Le directeur de la division *private equity* de la BEI parle par exemple de la recherche d'un équilibre entre les deux pôles qu'ils doivent sans cesse réactualiser :

*« On a aussi un mandat clair pour le développement, on doit créer un bon portefeuille avec de bonnes perspectives de retour et un profil risque/retour, mais on doit aussi avoir des impacts sur le développement et c'est le challenge pour nous, on se doit de trouver un équilibre entre développement et durabilité. Parfois on a une très bonne proposition commerciale, avec de bonnes perspectives, ce qui ne veut pas dire qu'on aura de bons retours, mais les perspectives sont bonnes, une plus grande ou « mid caps » entreprise, et si on fait ça, on peut se permettre de faire un petit investissement dans un fonds avec un risque plus important dédié à l'agrobusiness ou les retours sont moins élevés. C'est ce type de stratégie mais c'est toujours un défi »<sup>33</sup>.*

C'est donc dans les arbitrages quotidiens et la confrontation entre les différents groupes de professionnels que le *private equity* acquiert une double rentabilité. Ainsi, l'exemple des IFD montrent la diffusion d'une « agence financière » transversale qui repose sur une organisation originale du travail et sur la mobilisation d'une infrastructure cognitive et matérielle propre. En effet, si la bureaucratie des IFD tend vers le modèle organisationnel des investisseurs institutionnels privés, l'inverse est aussi vrai. Les fonds de pension ou les fondations privées par exemple s'engagent de plus en plus dans l'évaluation des impacts environnementaux et sociaux de leurs investissements et

---

*l'ensemble des entités économiques (entreprises ou États), rognant au passage la spécificité des méthodes de compte développées auparavant pour les structures publiques » (Gayon et Lemoine 2014).*

<sup>33</sup> Entretien téléphonique JP, directeur du département *private equity*, BEI, 12 octobre 2013.

cherchent à intégrer ces paramètres à leurs procédures décisionnelles. Ainsi, on a un mouvement généralisé de convergence vers un ensemble hybride de normes professionnelles et organisationnelles qui font concrètement et distinguent les investisseurs en *private equity*. Le *private equity* performe l'organisation et la division du travail, en vue de faire advenir ses propriétés théoriques dans la réalité (MacKenzie 2006).

### 3. Les dirigeants d'entreprise dans l'agriculture

Les fonds et les firmes de *private equity* investissent dans des entreprises, que l'on qualifie d'entreprises-cibles ; au sommet de celles-ci, les dirigeants d'entreprise constituent le troisième groupe d'acteurs « pivot » au sein des filières agro-financières du *private equity*. Les entreprises-cibles de notre panel se caractérisent par la diversité de leurs activités, de leurs marchés et de leur statut. Par conséquent le groupe des dirigeants est particulièrement hétérogène. On peut toutefois insister dès à présent sur deux caractéristiques transversales : d'une part ils exercent une autorité au sein de l'organisation et occupent une position prépondérante dans le gouvernement de l'entreprise; d'autre part, dans la majorité des cas, ils sont (co-)propriétaires des entreprises, c'est-à-dire qu'ils détiennent des parts de son capital et à ce titre ont un droit de regard sur la stratégie et le devenir de l'entreprise.

Dans un premier temps nous présenterons rapidement notre panel d'entreprises-cibles ; puis dans un deuxième temps, nous reviendrons sur les deux idéaltypes de dirigeants d'entreprises présents dans notre panel : les entrepreneurs et les managers. Chaque groupe correspond à un type d'entreprises-cibles spécifiques, lesquelles sont positionnées sur différents marchés et dotées de ressources inégales.

#### 3.1. Typologie des entreprises-cibles

Nous avons recensés 75 entreprises-cibles dans lesquels investissent les 18 fonds et firmes de *private equity* de notre panel<sup>34</sup>. Nous pouvons les classer selon :

- leur origine géographique : 41 sont sud-africaines, 17 sont en Afrique Australe notamment en Zambie (5/75), 9 en Afrique de l'est principalement au Kenya (4) et en Tanzanie (3), et enfin 8 sont en Afrique de l'ouest ;
- leur secteur d'activité :
  - o 38 entreprises sont engagées dans la production primaire agricole parmi lesquelles 23 conditionnent et transforment les produits agricoles bruts ;
  - o 22 entreprises fournissent des services aux producteurs qu'il s'agisse de services financiers, d'assistance technique ou d'appui à la commercialisation et à la distribution ;

---

<sup>34</sup> A noter que plusieurs entreprises comme Faucon, El Ranch ou Kaap Agri apparaissent plusieurs fois dans le tableau en annexe 1 parce que plusieurs des fonds étudiés ont pris des parts dans leur capital soit simultanément soit à la suite les uns des autres et dans ces cas de figure nous n'avons compté l'entreprise qu'une seule fois.



- 8 entreprises sont uniquement dédiées à la transformation et à la distribution des produits ;
- et enfin, 7 entreprises agroindustrielles produisent des engrais ;
- leurs produits:
  - 15 entreprises de maraichage et d'horticultures (agrumes, raisins, fruits à noyaux) ;
  - 7 pratiquent la polyculture et en particulier la culture des céréales ;
  - 2 produisent de la viande rouge ;
  - 3 sont dédiées à la production avicole ;
  - 4 produisent des produits agroalimentaires (jus de fruit, sauce tomate) ;
  - 6 des engrais chimiques ou biologiques ;
  - 2 de l'huile de palme ;
  - 2 pratiquent l'aquaculture (ormeaux) ;
  - une seule entreprise pour des produits comme l'eau minérale, le pain, le lait, le bois, le riz, les semences, les fleurs ou encore les équipements agricoles et les semences ;
  - enfin, il est difficile de dresser une typologie pour les entreprises de services aux producteurs car celles-ci sont généralement positionnées sur plusieurs produits (assistance technique, produits financiers, distribution, commercialisation). Néanmoins on peut identifier 2 entreprises spécialement dédiées à la couverture des risques de production et à la commercialisation des produits agricoles.

A travers ces trois classifications nous pouvons souligner la diversité des entreprises-cibles dans lesquels les fonds et les firmes de *private equity* ont investi, même si nous pouvons isoler quelques grandes tendances. Tout d'abord, les entreprises basées en Afrique du sud et en Afrique australe sont surreprésentées dans notre panel. Ensuite les entreprises-cibles sont majoritairement engagées dans la production primaire, même si elles intègrent souvent plusieurs segments des filières agroalimentaires. Les entreprises dédiées aux services aux producteurs sont également bien représentées tout particulièrement en Afrique du sud. Enfin, si le classement par produit ne fait pas apparaître de clivages significatifs il semble en revanche que l'on peut regrouper les différentes entreprises-cibles selon qu'elles soient tournées vers les marchés d'exportation (fruits, huile de palme, aviculture, fleur) ou vers les marchés de consommation locaux (céréales, viande, engrais).

### **3.2. Typologie des dirigeants d'entreprises-cibles**

A la tête des entreprises cibles de notre panel nous avons identifiés deux groupes principaux de dirigeants : les entrepreneurs (20/75), les managers (42/75) -ces deux catégories se recoupent entre elles et il nous a été parfois difficile de classer certains acteurs. Malgré ces chevauchements, cette typologie permet d'identifier les différents acteurs qui s'engagent dans les filières agro-financières du *private equity* et de les situer dans leur organisation et dans leur champ respectif. Le tableau 2.4 ci-dessous dresse des idéaux types de chacune de ces figures du dirigeant d'entreprise. Enfin, les 13

dernières entreprises sont des exploitations agricoles en Afrique du sud sur lesquelles les agriculteurs en place sont remplacés par des prestataires de services et des sous-traitants agricoles indépendants.

Tableau 2.4 : Typologie des dirigeants d'entreprises-cibles

	Type d'entreprise	Gouvernance de l'entreprise	Accès aux capitaux	Types d'activités	Rapport à l'entreprise	Carrière	Pays
<b>Entrepreneurs</b>	Petites et moyennes entreprises	Centralisation du pouvoir Autorité charismatique Gestion familiale	Marché informel Banques IFD	Maraichage, engrais, aviculture, aquaculture, etc.	Actionnaire majoritaire ou unique Rapport patrimonial	Cadres d'entreprises privées ou de la fonction publique	Afrique du sud Afrique sub-saharienne
<b>Managers</b>	Grandes entreprises	« Bonne gouvernance » actionnariale	Marchés boursiers Banques	Agriculture de « rente », services aux agriculteurs, aviculture	Actionnaire minoritaire Rapport salarial	Professionnels de la gestion d'entreprise Forte mobilité	Afrique du sud RDC Zambie

### **3.2.1. Les entrepreneurs de l'agriculture et de l'agroalimentaire (25/75)**

Le premier groupe de dirigeants est composé d'un ensemble disparate d'acteurs que nous avons qualifié d'entrepreneurs agricoles. Premièrement, les entrepreneurs sont à la tête de petites et moyennes entreprises (PME) dont ils sont tout à la fois les fondateurs, les actionnaires exclusifs, ou tout du moins majoritaires, et les directeurs exécutifs. Au sein de notre panel, les PME recouvrent un vaste panel d'activités : production maraîchère, aquaculture, aviculture, production d'engrais, commercialisation d'équipements agricoles. La Banque mondiale définit les PME à partir des critères suivants : entre 50 et 300 employés, une capitalisation de 3 à 15 millions de dollars, un chiffre d'affaire annuel allant de 200 000 à 6 millions de dollars (Ayyagari, Beck, et Demirgüç-Kunt 2003). En ce qui concerne les PME de notre panel, trois facteurs supplémentaires les singularisent par rapport aux deux autres modèles d'entreprise de notre panel : leur mode de gestion « familiale », leur temporalité et leurs circuits de capitaux.

Les PME sont des entreprises dites familiales qui se caractérisent par une gestion très personnalisée, centrée autour de la personne du ou des fondateur(s)-directeur(s), et où les contre-pouvoirs organisationnels sont souvent inexistant<sup>1</sup>. Il existe pas, ou très rarement, un conseil d'administration, ou alors celui-ci ne remplit pas la mission d'organe stratégique de gouvernance. Il y a rarement un directeur financier en poste, lequel incarne dans l'entreprise « moderne » les contre-pouvoirs au directeur exécutif. Les entrepreneurs agricoles de notre panel jouissent donc d'une « légitimité charismatique » au sein de leur entreprise avec laquelle ils entretiennent un lien affectif fort. L'entreprise sud-africaine Dew Crisp par exemple a été créée par deux entrepreneurs, l'un basé dans la province du Gauteng et l'autre dans celle du Western Cape. Jusqu'à l'arrivée du fonds Agri-life I dans son capital, les deux sites de l'entreprises étaient pilotés indépendamment l'un de l'autre sans « discipline d'entreprise » ni structure de coordination au niveau national<sup>2</sup>.

Les PME de notre panel sont toute relativement récentes, les plus anciennes datent des années 1980 comme Dew Crisp, Southern Farm ou Moaglaou, mais c'est dans les années 2000 que la plupart des PME de notre panel émergent. Les PME se sont donc développées à l'échelle d'une génération et sont intrinsèquement liées à leur entrepreneur-fondateur. Leurs secteurs d'activité sont multiples mais elles viennent souvent répondre à la hausse de la demande en produits agricoles de l'Afrique sub-saharienne sous l'effet de l'augmentation de la population, de l'urbanisation et de la transformation des habitudes alimentaires. En effet, de nombreuses PME sont implantées dans les zones urbaines ou péri-urbaines, comme l'entreprise avicole Moaglaou qui s'est développée à la périphérie de Ouagadougou ou la

---

<sup>1</sup> Cette caractéristique d'entreprise familiale ne définit pas tant une taille particulière de l'entreprise puisque par exemple l'entreprise tanzanienne « Export Trading Group » est l'une des plus grosses entreprises agroalimentaires du continent, pourtant elle est majoritairement détenue et dirigée par la famille. Ainsi, lorsque l'on parle d'entreprise familiale on se réfère davantage à un mode de gestion où les liens personnels et familiaux sont au cœur du gouvernement.

<sup>2</sup> Entretien BG, directeur exécutif, Dew Crisp, Cape Town, 18 juin 2014.

chaîne de boulangerie Topcrust Bakery qui ouvre des boutiques dans les principales agglomérations du Nigéria. L'essor des PME agricoles et agroalimentaires en Afrique sub-saharienne dans les années 2000 fait donc écho à l'émergence d'une classe moyenne urbaine, comme par exemple le groupe des « *black diamonds* » en Afrique du sud (James 2014).

Les PME de notre panel ont toutes des difficultés pour accéder aux marchés des capitaux, même si leur trajectoire de développement et leurs sources de capitaux sont multiples. Dans la plupart des économies africaines, le financement des petites et moyennes entreprises est problématique du fait notamment des carences du système bancaire.

Ainsi, les entrepreneurs composent avec les capitaux issus de l'économie informelle, du système bancaire privé et des institutions financières de développement. On peut suivre l'évolution des sources de financement et la croissance d'une entreprise à travers les changements de ses statuts. L'entreprise avicole burkinabaise Moaglaou fondée et gérée par A.S.O. a été successivement une entreprise informelle de sa création en 1987 à 1994, puis une entreprise individuelle de 1995 à 2004, une SARL en 2005 et enfin une société anonyme en 2007. Dans la première période, l'entreprise a été lancée grâce aux seuls capitaux de l'entrepreneur ; puis en 1994, elle bénéficie d'un prêt bancaire pour le financement d'une usine de fabrication d'aliments; enfin, en 2007 elle reçoit un prêt de 700 000 euros de l'IFD belge BIO.

D'autres entrepreneurs de notre panel en revanche se sont tournés vers des sources de capitaux à l'étranger. Pour faciliter les flux internationaux de capitaux, certains ont privilégié un enregistrement de leur entreprise à l'étranger soit dans des juridictions qui favorisent la libre circulation de capitaux comme l'Ile Maurice soit dans des juridictions d'investisseurs potentiels. Ainsi, Africa Juice qui produit des jus de fruit en Ethiopie pour les marchés européens a choisi les Pays Bas comme résidence principale, pays dont sont originaires les entrepreneurs-actionnaires.

En Afrique du sud, les PME bénéficient d'infrastructures de financement plus développées bien que leur accès soit fortement conditionné par l'appartenance aux réseaux d'affaire nationaux. Outre les banques commerciales, l'institution financière de développement Industrial Development Corporation financent assez largement les projets de développement de PME via de la dette et des investissements en capital. L'entreprise Abagold par exemple a ainsi bénéficiée d'un prêt de l'IDC pour la construction d'un site d'exploitation supplémentaire.

L'engagement des PME dans les filières agro-financières du *private equity* se produit lorsque les autres sources de financement évoquées ne sont pas accessibles, ont un coût trop important ou se tarissent. Par exemple, la crise politique de 2009 à Madagascar a eu d'importantes répercussions sur l'économie nationale et sur la circulation des capitaux ; une entreprise d'engrais organique s'est alors engagée avec un fonds de *private equity* pour garantir sa pérennité :

« AD : Pourquoi Guanomad s'est engagé dans un partenariat de *private equity*?

*AR : Evidemment je pense que vous êtes au courant de la crise politique qui a éclaté à Madagascar en 2009. 2009 c'est un coup d'arrêt pour le secteur parce que l'année d'avant on avait une assez bonne croissance en terme de chiffre d'affaire...Donc ça a donné un peu un coup d'arrêt à notre activité. On n'est pas les seuls à subir la crise mais on est...quasiment...on fait partie des seuls qui ont survécu à cette crise. A Madagascar il y a eu un certain nombre de compagnies qui ont fermé leur porte, mais Guanomad a continué malgré la situation délicate »<sup>3</sup>.*

Outre les caractéristiques communes des PME qu'ils dirigent, les entrepreneurs agricoles et agroalimentaires partagent des ressources et des capitaux. L'émergence concomitante des entreprises agroalimentaires et agroindustrielles en Afrique sub-saharienne s'explique aussi par l'essor de l'entrepreneuriat africain.

En effet, dans les années 2000, l'entrepreneuriat privé s'impose comme une « carrière » légitime pour les élites africaines, aux cotés et parfois en complément, des carrières dans l'administration publique. Les « nouveaux » entrepreneurs africains du secteur agricole se singularisent notamment par une forte mobilité professionnelle et une carrière internationale. Qu'ils soient issus des diasporas africaines en Europe ou aux Etats-Unis, qu'ils aient fréquentés leurs universités et leurs écoles de commerces, ou bien qu'ils soient passés par de grandes entreprises étrangères implantées dans les pays africains, ils se sont imprégnés des manières de faire et de gérer l'entreprise propres aux capitalismes financiarisés des pays du Nord. ER par exemple, PDG de l'entreprise Guanomad qui produit des engrais organiques, a suivi ses études d'expert-comptable en France où il a ouvert un cabinet avant de revenir à Madagascar pour travailler comme expert financier au sein du Secrétariat Technique à la Privatisation à la fin des années 1990, puis de créer l'entreprise en 2005<sup>4</sup>. L'exemple de l'entreprise camerounaise WEF qui nous est raconté par son PDG est particulièrement illustratif d'une part du poids de la circulation mondiale des acteurs et des idées et d'autre part de l'émergence et de la reconnaissance d'une carrière entrepreneuriale dans les années 1990/2000.

*«AD : Quand vous dites « nous » à propos de l'entreprise vous vous référez à qui ?*

*JM : WEF au départ c'est une entreprise familiale qui a été créée par mon oncle, qui est un officier supérieur de l'armée camerounaise, et il crée cette entreprise en 1980 ; je pense que comme il avait aussi la chance d'avoir voyagé...durant les multiples formations qu'il a suivies à l'étranger, en France, en Allemagne, Aux Etats-Unis, en Israël. Ce qui l'a frappé le plus, ça a été l'agriculture...en tout cas l'agriculture telle qu'elle se fait dans les pays occidentaux. Et donc, il commence à acheter les vieux engins en France, à l'époque où moi je travaille pour*

---

<sup>3</sup> Entretien téléphonique AR, directeur financier, Guanomad, 4 mars 2015.

<sup>4</sup> Midi Madagasikara, en ligne, « ER : un patron négociable et à l'écoute de ses employés », 14 janvier 2014.

*Bank of America à Douala. Ils arrivent au port, il dédouane, il les emmène au village...Et c'était un peu comme une aventure, c'est-à-dire que chaque week-end on se retrouvait au village, on travaillait, on faisait ce qu'on pouvait et puis le dimanche chacun retournait à son job. Donc...on fait comme ça, et en 1994, moi j'abandonne mon job en Banque, pour aller me consacrer à 100% à cette activité. Disons qu'au fil des années, j'ai ressenti vraiment quelque chose qui pouvait bien marcher, mais en même temps, qu'il fallait être là parce que chaque fois qu'on revenait c'était comme si on recommençait à zéro (...) En 1994 donc je démissionne de la banque et je viens m'installer sur la plantation et c'est comme ça que tu commences à donner une orientation vraiment entreprise à cette chose familiale, qui n'était qu'un champ de famille ou l'on venait tourner les week-ends »<sup>5</sup>.*

L'oncle et le neveu ont tous deux connu des carrières professionnelles à l'interface entre le Cameroun et l'international, l'un en tant que haut gradé de l'armée et l'autre via son expérience au sein d'une grande institution bancaire américaine. C'est cette capacité à se positionner en intermédiaire, pour l'importation de tracteurs par exemple, qui leur permet de s'imposer en entrepreneur de la ruralité<sup>6</sup>. Mais par ailleurs, le neveu décide en 1994 d'abandonner son poste à la Bank of America pour se dédier exclusivement au développement de l'entreprise, qui n'en est alors pas vraiment une comme il le reconnaît. Cet investissement individuel dans une carrière entrepreneuriale incertaine nous semble révéler la reconnaissance sociale croissante dont jouissent les membres des élites africaines qui réinvestissent leurs capitaux dans le champ économique. Ainsi, l'exploitation agricole WEF qui symbolisait à l'origine l'ancrage territorial familial est convertie en une entreprise génératrice de profits. A travers le cas de cette famille, on perçoit comment les élites africaines se tournent vers l'entreprise et le marché pour reproduire leur domination.

Les entrepreneurs sud-africains et leurs PME sont aussi souvent positionnés à l'interface entre les territoires ruraux sud-africains et d'autres « mondes sociaux » comme les marchés de produits agricoles internationaux. En effet, la fin de l'apartheid et la dérégulation du secteur agricole ont suscité un élan entrepreneurial dans l'agriculture, ou plutôt un renouveau de la figure de l'entrepreneur agricole, en particulier dans les filières d'exportation. Notre panel compte deux entreprises créées à la fin des années 1990 qui produisent des ormeaux dans la province du Cap et dont la production est intégralement exportée en Chine. Leurs entrepreneurs ont su mobiliser des ressources pour mettre en relation ces deux espaces. A ce titre il est intéressant de souligner que toutes les PME sud-africaines de notre panel sont détenues et dirigées par des sud-africains issus des minorités blanches afrikaners et

---

<sup>5</sup> Entretien téléphonique JM, directeur exécutif, WEF, 26 mai 2015.

<sup>6</sup> Cette carrière entrepreneuriale fondée sur la circulation fait aussi écho aux travaux d'Alain Tarrius sur la mondialisation par le bas et les réseaux d'« entrepreneurs nomades » qu'il étudie (Tarrius 2002).

anglophones. Par conséquent, les entrepreneurs s'inscrivent dans les réseaux ethniques de l'élite économique<sup>7</sup>.

A travers ces rapides portraits, on voit bien comment les capacités entrepreneuriales des acteurs découlent de leur positionnement social et de leur capacité à « recycler » leurs capitaux –politiques, culturels ou sociaux- et leurs ressources dans le champ économique<sup>8</sup>. A ce titre, les entrepreneurs de la ruralité, sud-africains et africains, de notre panel sont engagés dans une double intermédiation : entre la ville et la campagne d'une part à travers leurs participations aux communautés des affaires et leurs inscriptions dans les réseaux des élites économiques ; entre les marchés locaux et les marchés étrangers ou internationaux d'autre part. Pour assurer cette double intermédiation, les entrepreneurs peuvent mobiliser leurs capitaux sociaux-ethniques et économiques, mais aussi leurs compétences entrepreneuriales génériques<sup>9</sup>.

Enfin les entrepreneurs des PME de notre panel partagent une capacité et une volonté commune d'ouvrir le capital de leurs entreprises à des investisseurs extérieurs et ce malgré l'incertitude que ces acteurs extérieurs font peser sur le devenir de l'entreprise et la menace qu'ils constituent pour leur autorité. Dans la majorité des cas, cette volonté d'ouverture est motivée par la croyance dans la plus-value apportée par le personnel des fonds et des firmes de *private equity* à l'entreprise. Plus rarement, cette ouverture du capital est motivée par la volonté des entrepreneurs de se désengager de l'entreprise qu'ils ont bâtie. L'arrivée d'actionnaires extérieurs s'inscrit alors dans un processus de transmission ; c'est le cas de l'entreprise maraîchère sud-africaine Dew crisp dont les deux entrepreneurs-fondateurs souhaitaient céder progressivement leurs parts après 30 ans d'exercice à leur tête<sup>10</sup>.

### 3.2.2. Les managers de l'agriculture et de l'agroalimentaire (42/75)

Aux côtés des entrepreneurs de la ruralité, les managers constituent le deuxième idéaltype de dirigeants d'entreprise dans notre panel. Le manager professionnel s'est imposé comme la figure

---

<sup>7</sup> Cette dimension ethnique n'est pas propre à l'Afrique du sud. En effet, les minorités ethniques les plus mobiles et les mieux dotées en capitaux économiques, comme les minorités d'origine européenne au Kenya ou en Tanzanie, sont particulièrement bien représentées parmi le groupe d'entrepreneurs comme l'illustre par exemple le cas de JO, directeur exécutif de New Forest Company, une entreprise d'exploitation du bois en Afrique de l'est.

<sup>8</sup> On peut faire un parallèle avec les travaux de Gilles Laferté sur les vins en Bourgogne, où l'auteur conclue que les acteurs innovants « sont les plus disposés à reconvertir des capitaux acquis dans les champs culturels et politique au champ économique » (Laferté 2006, 248).

<sup>9</sup> Il est intéressant de noter que les entrepreneurs de notre panel sont le plus souvent des profanes du secteur agricole et se caractérisent surtout par leurs compétences en gestion et comptabilité.

<sup>10</sup> Lors de notre entretien, l'un des deux entrepreneurs a ainsi mis en avant le contexte de la transaction pour expliquer l'entrée au capital du fonds Agri-life I : « Il y a 20 ans, quand on était plus jeune, on aurait sûrement été plus combatif lors de la négociation ; et puis, on aurait sûrement été moins tolérant vis-à-vis de personnes de l'extérieur qui nous dicteraient notre conduite ». Entretien BG, directeur exécutif, Dew Crisp, Le Cap, 18 juin 2014.



centrale du capitalisme du XXe siècle dans le cadre de l'avènement de « la grande entreprise managériale intégrée » ou firme chandlérienne. Olivier Weinstein la définit comme :

*« une grande entreprise concentrant des ressources financières, matérielles et humaines considérables, verticalement intégrée, dirigée par des gestionnaires professionnels et s'appuyant sur la forme juridique de la société anonyme »* (Weinstein 2010, 39).

La figure du manager est donc indissociable d'une forme entrepreneuriale originale sur laquelle il exerce son autorité et son contrôle – « la main visible du manager » selon la formule d'Alfred Chandler (Chandler 1989)- face aux autres parties prenantes de l'entreprise à commencer par les actionnaires.

L'essor d'un capitalisme financiarisé et la diffusion des principes de la valeur actionnariale ont remis en cause le modèle intégré de la grande entreprise managériale. Pourtant, comme le note Olivier Weinstein ces bouleversements macro-économiques n'ont pas provoqué de disparition ni d'affaiblissement de l'autorité du manager mais plutôt une reconfiguration profonde de son rôle au sein de l'entreprise (Weinstein 2010)<sup>11</sup>. En vertu du cadre théorique de la théorie de l'agence, le manager est d'abord « l'agent des actionnaires ».

A la différence du premier groupe d'entreprise, les managers dirigent des entreprises dans lesquelles il existe une séparation entre propriété et gestion. Autrement dit, ils exercent au sein d'entreprises ou les actionnaires se sont constitués en groupes et exercent un contrôle. Cela signifie par exemple qu'ils peuvent faire entendre leur voix par le biais d'un conseil d'administration indépendant. L'adoption de telles normes entrepreneuriales découlent parfois de la cotation sur un marché boursier dont l'une des conditions à l'entrée est d'adopter les normes de « bonne gouvernances » standards<sup>12</sup>. L'ex-coopérative sud-africaine de producteurs Afgri par exemple a connu une importante transformation de son cadre de gouvernance à la suite de sa cotation en 1996 sur le JSE, et surtout lorsqu'une coalition d'investisseurs institutionnels a pris le contrôle de l'entreprise en 2000. Pourtant, la plupart des entreprises-cibles ne sont pas cotées en bourse et l'adoption des standards de la bonne gouvernance entrepreneuriale relèvent davantage d'une dynamique d'homologie structurale (Fligstein 2001).

Les entreprises dirigées par les managers sont des grandes entreprises, par rapport aux PME, en termes de personnel et de capitalisation. Contrairement à ces dernières, ces grandes entreprises s'inscrivent dans l'histoire longue des économies africaines et notamment dans l'histoire de « l'extraversion » en Afrique (Bayart 1999). En dehors de l'Afrique du sud, les moyens de production de ces entreprises ont été développés dans le cadre de l'économie coloniale basée sur l'exploitation des ressources naturelles ou des politiques de développement économique dans les Etats africains après l'indépendance. Les

---

<sup>11</sup> On passe notamment d'un pouvoir d'*insider* à un pouvoir d'*outsider*, puisque les « nouveaux » managers sont des généralistes recrutés sur « un marché des dirigeants ».

<sup>12</sup> Le code King III en Afrique du sud.

entreprises des managers sont alors souvent actives dans les cultures de rente et tournées vers les marchés internationaux. Feronia et ses grandes plantations d'huile de palme dans le bassin du Congo par exemple a été implantée dans le cadre des politiques de concessions coloniales et des sociétés à chartre mise en place dans la colonie belge (voir encadré 2.11). Les exploitations agricoles céréalières situées en Zambie dans le district de Mkushi sont aujourd'hui détenues en partie par Faucon ; ces exploitations furent découpées et reconnues par le gouvernement dans le cadre d'une politique d'allocation de « bloc de fermes » à des agriculteurs étrangers à partir de 1950 laquelle a perduré jusqu'à aujourd'hui (Chu 2013).

**Encadré 2.11 : Feronia, des plantations coloniales aux Iles Caïmans**

Feronia détient actuellement trois plantations d'huile de palme le long du fleuve Congo, respectivement à Boteka, Lokutu et Yaligimba. Ces plantations furent développées au début du XXe siècle avec le soutien des autorités coloniales belges par deux entrepreneurs britanniques les frères Lever qui fondent en 1911 l'entreprise « Plantations et huileries du Congo ». En 1930, l'entreprise des frères Lever fusionne avec une entreprise hollandaise pour donner naissance au géant de l'agroalimentaire Unilever. Jusqu'en 2002 Unilever exploite les plantations avant de les laisser à l'abandon lors de la guerre civile congolaise. En 2009, c'est la société Feronia, enregistrée aux Iles Caïmans qui rachète les 76% détenus par Unilever dans la SARL « Plantations et huileries du Congo ». A ses côtés l'Etat congolais détient toujours 24% du capital de l'entreprise. Feronia a été fondée par l'entrepreneur financier RV spécialisé dans le rachat et la restructuration d'entreprises en particulier sur le continent africain. Juste après le rachat des plantations, en 2010, les directeurs de Feronia décident de coter cette entreprise à la bourse de Toronto. En proie à des difficultés financières, l'entreprise bénéficie en 2012 puis en 2013 de l'entrée à son capital du fonds AAF puis de l'IFD britannique CDC (GRAIN et RIAO 2015).

En Afrique du sud, les entreprises agroalimentaires les plus importantes sont les anciennes coopératives de producteurs, comme Capespan ou Afgri, qui ont bénéficié de la privatisation des infrastructures de stockage et de transport pourtant construites grâce aux politiques de subventions des gouvernements de l'apartheid. Par rapport aux PME, ce groupe d'entreprises a donc connu des trajectoires de développement plus longues, marquées par l'alternance des périodes de croissance et de récession selon les politiques économiques en vigueur et les transformations du capitalisme mondial. En effet, ces grandes entreprises sont très souvent historiquement insérées dans les circuits du capitalisme global notamment via les multinationales dont elles constituent des enclaves africaines. De plus, elles ont largement bénéficié, et parfois bénéficient encore, d'un soutien et d'un financement public, de la part des Etats africains ou bien des Etats du Nord.

Mais au-delà de cette histoire coloniale et de l'extraversion commune, de telles entreprises ont connues des trajectoires de développement distinctes et sont aujourd'hui contrôlées par différentes coalitions d'actionnaires, lesquels nomment les gestionnaires les plus à même de défendre leurs intérêts au sein de l'organisation. Ainsi, les anciennes coopératives de producteurs privatisées dans les années 1990 sont dans la plupart des cas restées aux mains des agriculteurs, lesquels nomment à leur tête des managers capables de promouvoir leurs intérêts à la fois comme client et comme actionnaire. Mais la dérégulation et la libéralisation du secteur ont marqué l'arrivée d'un « nouveau » groupe de managers dans le secteur agricole qui se font les promoteurs des principes de la valeur actionnariale pour le compte des investisseurs institutionnels. C'est le cas de JD par exemple, lequel a exercé ses fonctions dans plusieurs entreprises agroalimentaires et notamment dans deux ex-coopératives au sein desquelles il s'est appliqué à mettre en place des stratégies de restructuration –*turnaround*– guidées par les principes de création de valeur pour les actionnaires :

*« AD : Quelles ont été les transformations que vous avez mise en œuvre à Senwes ?*

*JD : Tout d'abord, il faut voir d'où je suis parti au départ ; le management et le conseil d'administration de Senwes avaient décidé de diversifier leur stratégie et de développer leur business. Ils investissaient dans toutes sortes d'investissements industriels, éloignés de la production primaire et de l'agrobusiness. Je pense qu'ils ont mal compris la situation, dans le sens où la dérégulation était perçue comme menace et non comme une opportunité (...) C'est la situation dont j'ai hérité. Donc ma stratégie c'était de revenir au cœur d'activité. Nous devions nettoyer notre portefeuille et se refocaliser. Il y avait à peu près 7000 personnes qui travaillaient pour le groupe à cette époque. Et après la restructuration et la vente de tous les investissements industriels sans exception, nous n'étions plus que 2500. Ça a été un exercice traumatisant et un grand choc pour le business. Mais la restructuration était faite (...)*

*AD : Pourquoi est-ce que Cédre vous a nommé comme directeur exécutif de Capespan ?*

*JD : Il faut le leur demander, mais j'imagine qu'ils recherchaient quelqu'un avec une expérience, qui pouvait restructurer des business, ce que j'ai clairement démontré via trois entreprises dont Senwes était la dernière. Et quelqu'un qui comprenait l'agriculture, parce que j'ai travaillé dans cet environnement depuis 20 ans, donc je comprends l'agriculture et je comprends les producteurs »<sup>13</sup>.*

A travers cet extrait d'entretien on perçoit les affinités électives et la dépendance réciproque entre les managers et les actionnaires. Les managers sont placés sous l'autorité du conseil d'administration et les actionnaires dépendent des managers pour la création effective de valeur. Dans ce cadre entrepreneurial, les managers sont les agents des actionnaires et cette relation de dépendance est construite et entretenue à travers différents mécanismes contractuels. Premièrement, les managers

---

<sup>13</sup> Entretien JD, directeur exécutif, Capespan, Le Cap, 19 mars 2015.

prennent souvent des participations au capital des entreprises, ou de la holding qui contrôle l'entreprise, afin de favoriser l'alignement des intérêts avec les actionnaires. Les managers-actionnaires détiennent par exemple 32% des parts de l'ex-coopérative MGK dans la province du Nord-Ouest. Deuxièmement, la rémunération des managers repose sur des mécanismes incitatifs et des primes qui sont calculés à partir des indicateurs de performance financière de l'entreprise. Troisièmement, les managers professionnels sont entourés d'équipes de gestion étoffées au sein desquelles la division du travail est strictement formalisée. Ainsi, le directeur exécutif est assisté d'un directeur financier mais aussi très souvent par des directeurs des opérations<sup>14</sup>. Cette division du travail lui permet donc de se consacrer prioritairement aux relations avec les actionnaires.

Plus encore que le groupe d'entrepreneurs, les managers constituent des communautés d'affaires à l'échelon national et régional. En Afrique du sud, les managers des entreprises agricoles et agroalimentaires, tout particulièrement les managers des anciennes coopératives, sont ainsi regroupés au sein de l'association *Agricultural Business Chamber* (AgBiz). De plus, ce tissu relationnel est renforcé d'une part par la circulation des managers entre les principales entreprises agroalimentaires comme l'illustre la carrière de JD par exemple, et d'autre part via les nominations croisées de directeurs indépendants au sein des conseils d'administration<sup>15</sup>.

### **3.2.3. Les « nouveaux » dirigeants des exploitations agricoles sud-africaines (13/75)**

Parmi les entreprises-cibles de notre panel, nous comptons 13 exploitations agricoles sud-africaines. Avant leur rachat, les exploitations agricoles de Marble Hall et d'Eshowe (Croissancefuture Agri Fund I) ou celles de Normandien et d'Orange (Granary Investments), étaient détenues et dirigées par des agriculteurs commerciaux indépendants. Néanmoins dans le cadre des filières agro-financières du *private equity*, le modèle de l'agriculteur commercial disparaît au profit des managers agricoles d'une part et des sous-traitants agricoles indépendants d'autre part.

Premièrement, sous l'effet d'un renouvellement générationnel notamment on observe un processus de « *corporisation* » des exploitations agricoles (Anseeuw, du Castel, et Boche 2015). Par exemple, Southern Farm est aujourd'hui dirigée par le fils de l'agriculteur-fondateur lequel a transformé la structure entrepreneuriale et la gouvernance à son arrivée en séparant les activités de production et les activités de transformation notamment et en les regroupant sous la forme d'une holding. Ainsi, ce

---

<sup>14</sup> Olivier Weinstein note une distinction entre le « haut management » qui concentre les compétences stratégiques et financières et le « management intermédiaires » qui détient « *les compétences réelles en matière de technologie, organisation et marché, au niveau des business units* » (Weinstein 2010, 93).

<sup>15</sup> Par exemple au sein du conseil d'administration de la société Feronia, on compte le directeur de l'investissement de la société Amathéon dédié à la production agricole en Zambie.

dirigeant est à la tête d'une exploitation agricole familiale mais il a adopté les pratiques managériales « modernes ».

Deuxièmement, à côté du modèle de l'exploitation agricole familiale, des entreprises dédiées à la production agricole et des prestataires de services agricoles indépendants ont vu le jour en Afrique du sud. Ces entreprises cultivent leurs propres exploitations mais assurent aussi les opérations de production sur des exploitations détenues par des parties-tiers. Dans ce cas de figure, l'agriculteur se reconvertit en manager de terrain. C'est par exemple le cas des entreprises sud-africaines SAFE ou Afrifresh qui ont progressivement inclus, par l'acquisition ou la location, plusieurs exploitations dans leur chaîne de production :

« RF : Normalement un agriculteur a besoin d'être un expert financier pour traiter avec les banques, un ingénieur pour comprendre les problèmes techniques, un commercial pour voyager à l'étranger et vendre ses produits (...) Nous prenons en charge toutes les fonctions administratives au siège, ainsi le manager agricole peut se concentrer sur la qualité des produits »<sup>16</sup>.

Ainsi la figure de l'agriculteur commercial comme dirigeant d'entreprise tend à s'éclipser au sein de notre panel d'étude. Comme nous le verrons dans le chapitre VI, ces derniers connaissent une transformation de leurs métiers et de leurs identités professionnelles à la suite de l'intégration des exploitations agricoles dans les filières agro-financières du *private equity*.

#### 4. Conclusion du chapitre

Le sous-champ du *private equity* agricole en Afrique du sud est donc structuré autour de trois groupes d'acteurs, lesquels entrent en relation dans le cadre des filières agro-financières. Chaque groupe appartient à un champ particulier, où les acteurs occupent des positions inégales selon la structure de leurs capitaux. Tout d'abord, les sociétés de gestion sont positionnées sur le marché de la gestion d'actifs et des actifs de *private equity* en particulier, sur lequel elles tentent de créer une niche du *private equity* agricole. Ensuite, les investisseurs institutionnels sont engagés sur les marchés de capitaux mondiaux régis notamment par les règles de la gestion moderne du portefeuille. Enfin, les dirigeants d'entreprises, s'ils constituent un groupe plus hétérogène, appartiennent aux différentes communautés des affaires en Afrique du sud et dans les pays d'Afrique sub-saharienne.

Dans les chapitres suivants, nous allons étudier la construction et le fonctionnement des filières agro-financières du *private equity*, c'est-à-dire la mise en relation des investisseurs, des gestionnaires et des dirigeants d'entreprises via la médiation du dispositif *private equity*. Au vue des acteurs qui composent les filières on peut déjà soulever plusieurs points qui singularisent le *private equity* des autres dispositifs d'intermédiation financier. Premièrement, les acteurs se caractérisent par une forte

---

<sup>16</sup> Entretien RF, directeur exécutif, Afrifresh <http://www.bus-ex.com/article/afrifresh-group>

distance physique les uns envers les autres, entre la ville et la campagne d'une part, entre l'Afrique du sud et les investisseurs institutionnels des pays du Nord d'autre part. Les filières du *private equity* se caractérise donc par un gouvernement à distance qui mobilise toute une infrastructure technique<sup>17</sup>. Deuxièmement, les filières du *private equity* repose sur la mise en relation de deux groupes distincts d'actionnaires, les investisseurs institutionnels et les dirigeants d'entreprises, grâce à la médiation d'entrepreneurs financiers ; c'est la construction de ces coalitions d'actionnaire que nous allons étudier dans le chapitre suivant.

---

<sup>17</sup> Jennifer Clapp parle d'un processus de « distanciation » dans les filières agroalimentaires entre les consommateurs et les producteurs qui contribuent à masquer les rapports sociaux de production (Clapp 2014). Il faut toutefois souligner que cette distanciation physique va de pair avec toute une palette d'innovations techniques qui permettent de rapprocher les acteurs.

## Chapitre 3 : La construction des filières agro-financières du *private equity* ou l'appariement d'une offre et d'une demande de capitaux

---

Les trois niveaux d'acteurs de notre panel se mettent en relation et interagissent les uns avec les autres. L'offre de capitaux des investisseurs institutionnels rencontre la demande des dirigeants des entreprises agricoles et agroalimentaires grâce à la médiation des gestionnaires. Autrement dit, les gestionnaires, grâce à la mobilisation du dispositif *private equity*, jouent le rôle d'« intermédiaire de marché » (Bessy et Chauvin 2013) en permettant l'appariement entre une offre et une demande de capitaux. Le *private equity* est à ce titre un « dispositif d'intermédiation marchand » (Bernard de Raymond 2010) qui formate les termes de l'échange mais aussi les produits échangés<sup>1</sup>. Cet enchevêtrement de relations commerciales et partenariales entre les acteurs trace les contours de la filière agro-financière du *private equity*.

Le travail d'appariement des gestionnaires se décompose en deux temps : le premier consiste à capter les capitaux des investisseurs institutionnels dans des fonds communs de placement, le deuxième à allouer les capitaux à des entreprises agricoles ou agroalimentaires et à leurs dirigeants. En d'autres termes, les gestionnaires formatent successivement l'offre puis la demande de capitaux. La figure 3.1 détaille les deux niveaux d'appariements des acteurs sur lesquels nous allons revenir dans ce chapitre.

---

<sup>1</sup> Comme le souligne Antoine Bernard de Raymond dans le cas des fruits et légumes en France : « *chaque forme d'appariement entre l'offre et la demande est solidaire d'une conception du produit (i.e. de la façon dont il faut le cultiver, le conserver, le transporter, le vendre), indissociable de la forme prise par les transactions* » (Bernard de Raymond 2010, 3).

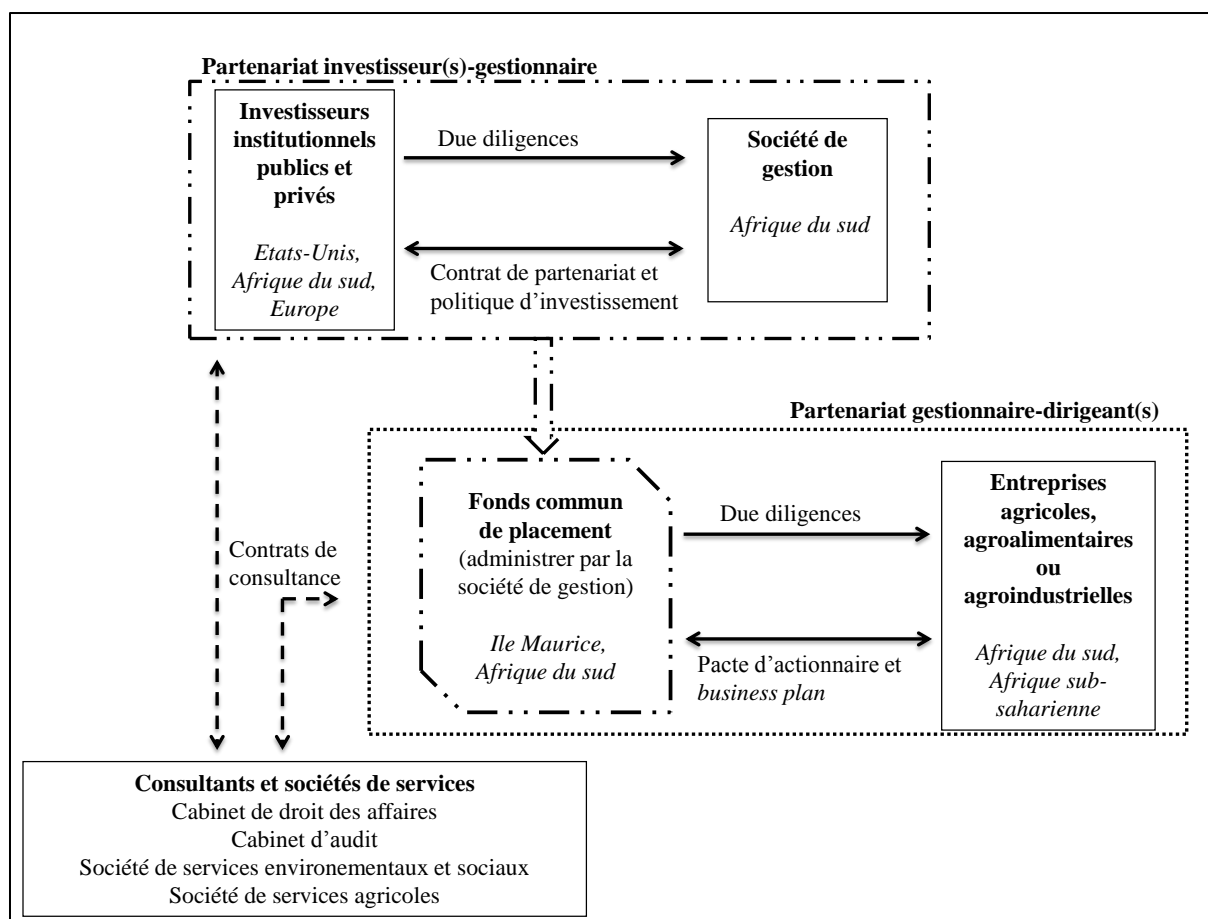


Figure 3.1 : L'appariement d'une offre et d'une demande de capitaux *par le private equity*

## 1. Construire et formater une offre de capitaux

En amont du travail de commercialisation de leur produit financier, c'est-à-dire avant d'entrer sur les marchés financiers, les sociétés de gestion s'engagent dans un travail de conception du produit qui vise à « *établir l'identité des produits avant les transactions commerciales* » à travers des « *investissements de forme* » (Daviron et Ponte 2007, 64). Les produits financiers du *private equity* ne sont pas des biens stabilisés dont les qualités sont connues de tous et garanties par des certifications comme les appellations d'origine contrôlée par exemple. Lorsque les gestionnaires démarchent les investisseurs, ces produits financiers ne sont que des promesses de valorisation future de leur capital. Comme le note Liliana Doganova pour les investissements dans les projets de développement de nouveaux médicaments :

« *s'échangent alors non pas des biens existants dont les qualités sont stabilisées, mais des agencements hétérogènes formant des biens futurs et incertains* » (Doganova 2015, 18).

Les produits financiers de notre panel se rapprochent donc des biens singuliers définis par Lucien Karpik (Karpik 2007), d'autant plus que les produits financiers « agricoles » de notre panel constituent une nouvelle catégorie de produits sur les marchés du *private equity*.



Par conséquent, les sociétés de gestion s'engagent dans un premier temps, dans un travail de conception d'une marchandise financière qui soit susceptible d'attirer les investisseurs et de les convaincre d'investir, malgré l'incertitude inhérente aux produits de *private equity*. Dans un deuxième temps, ces intermédiaires commercialisent leur projet d'investissement et formalisent le produit financier sous la forme d'un contrat de partenariat issu des négociations avec les investisseurs.

### **1.1. La conception d'un produit de private equity à partir de l'agriculture**

La conception d'un produit de *private equity* peut se décomposer en trois étapes qui se recoupent et se superposent dans la réalité : la mobilisation d'un dispositif juridique qui encadre la délégation de gestion des capitaux des détenteurs vers les gestionnaires ; la construction d'une politique d'investissement originale qui définit des objectifs et des stratégies en vue de la réalisation d'une plus-value ; et enfin, la qualification du produit sur les marchés face à un large panel de produits financiers.

Le dispositif du *private equity* recouvre donc un ensemble de normes sur le plan juridique, cognitif et commercial. Si toutes les sociétés de gestion de notre panel mobilisent ce dispositif, lequel cadre et délimite les horizons du travail de conception du produit financier, elles en redéfinissent partiellement le sens et les usages dans le cadre de leur pratique concrète et de leur interaction. Nous allons donc revenir sur les trois composantes du travail de conception en nous intéressant tout particulièrement aux relations entre le dispositif du *private equity* et les pratiques des acteurs.

#### **1.1.1. Le private equity comme dispositif juridique**

A l'exception de Classic chartered Private Equity, toutes les sociétés de gestion de notre panel opèrent pour le compte d'un tiers, c'est-à-dire que les détenteurs légaux des capitaux leur délèguent la gestion. Les enjeux sont alors d'une part d'encadrer cette délégation de gestion en formalisant les droits et les devoirs des parties et, d'autre part, de permettre et d'optimiser la circulation des capitaux entre ces parties. Pour cela, les acteurs ont recours à des véhicules d'investissement collectif et notamment des « fonds communs de placement » (Reberiou et Aglietta 2004). Ces véhicules, que nous qualifions de firmes ou de fonds de *private equity*, sont des sociétés à responsabilité limitée qui formalisent un partenariat entre deux parties au minimum et dont les statuts juridiques varient d'une législation à l'autre.

Sur les 7 entités enregistrées en Afrique du sud, comme Agri-life Fund ou Evolution Fund I, la majorité ont adopté le statut de société en commandite « *en commandite partnership* ». Ce type original de partenariat est un héritage du droit romain qui relève de la seule jurisprudence, c'est à dire qui échappe à la réglementation générale sur les sociétés définie par le *Companies Act* (2008). Plusieurs caractéristiques en font toutefois un dispositif juridique privilégié pour les sociétés de gestion de *private equity* :

- un partenaire général –*general partner*– gère les capitaux alloués par les autres partenaires – *partners en commandite*– lesquels se désengagent de la gestion opérationnelle en échange d'un pourcentage sur la plus-value finale ;
- les partenaires en commandite ne sont responsables que pour les capitaux qu'ils ont eux-mêmes engagés ;
- l'identité des partenaires *en commandite* est gardée secrète en dehors du partenariat ;
- les dividendes et les plus-values perçus ne sont taxés qu'au niveau de chaque partenaire ;
- des contrats formalisent le partenariat, fixent les clauses commerciales et définissent les modalités de remplacement du partenaire général.

Outre l'Afrique du sud, 10 des 18 fonds et firmes de notre panel sont enregistrés à l'Ile Maurice où ils revêtent différents statuts juridiques, principalement celui de société à durée de vie limitée –*limited life company*-<sup>2</sup> ou de société cellulaire protégée –*protected cell company*<sup>3</sup>. Enfin, les fonds CroissanceFutureAgri Fund I et Goldenlands Fund ont tous deux enregistré une société d'investissement à capital variable au Luxembourg (SICAV).

La mise en place de telles structures *ad hoc* instaure une relation de délégation entre le partenaire-gestionnaire et les partenaires-investisseurs caractéristique du *private equity*. Premièrement celle-ci repose sur des contrats de délégation de gestion du capital, négociés entre les acteurs, qui définissent le périmètre précis du partenariat et notamment sa durée et les mécanismes de rémunération du gestionnaire. La durée de vie du partenariat est souvent limitée dans le temps (13/18), et dans ce cas, les fonds et les firmes de *private equity* de notre panel comme Evolution Fund I ou l'Agriculture and Agribusiness Fund sont créés pour des périodes standards de 10 + 2 ans<sup>4</sup>. Le système de rémunération des gestionnaires est aussi standardisé selon la norme du « 2/8/20 » en vigueur sur les marchés du *private equity*. En vertu de celle-ci, le gestionnaire perçoit 2% de la valeur des actifs sous gestion comme frais de gestion annuels pour les dépenses courantes de la société de gestion (salaires, déplacements), et 20% des bénéfices si et seulement si le taux de rentabilité interne dépasse les 8% à la fin de la durée de vie du fonds ou de la firme<sup>5</sup>. La durée de vie limitée du partenariat et le système de rémunération sont conçus comme des réponses aux écueils de la relation d'agence et ils tendent à rapprocher les intérêts des gérants et des clients autour de la création de valeur.

---

<sup>2</sup> Laquelle prévoit notamment des procédures accélérée de dissolution (République de l'Ile Maurice, loi sur les sociétés commerciales, 2001).

<sup>3</sup> Laquelle permet de séparer les différents actifs d'une même entité les uns des autres (République de l'Ile Maurice, loi sur les sociétés à cellule protégée, 1999).

<sup>4</sup> Les deux dernières années sont optionnelles et conditionnées aux possibilités de revente par les gestionnaires des parts des entreprises-cibles.

<sup>5</sup> Cette structure de rémunération largement partagée dans notre panel connaît néanmoins des aménagements d'un fonds à l'autre. La société de gestion Glands PE par exemple ne perçoit pas d'intéressement aux bénéfices mais prend des participations conséquentes dans les entreprises-cibles, via leur endettement, afin de bénéficier de leur valorisation future.

Deuxièmement, la relation de délégation instaurée dans les fonds et les firmes de *private equity* de notre panel repose sur le principe d'une responsabilité limitée particulière, la « responsabilité procédurale » (Montagne 2006). Le partenaire-gestionnaire a une responsabilité de moyens et non pas de résultats ; autrement dit, l'évaluation et le contrôle des investisseurs portent sur les procédures qui encadrent le processus de sélection et de gestion des investissements. Par conséquent, le gestionnaire ne peut être tenu pour responsable d'éventuelles mauvaises performances financières.

Outre la formalisation d'une relation de délégation, le recours à de tels instruments juridiques s'explique aussi sur le plan fiscal puisque ces entités juridiques permettent de centraliser les capitaux du ou des investisseurs et d'optimiser leur circulation. En effet, les fonds et les firmes enregistrés à l'Ile Maurice bénéficient du statut de « compagnie globale 1 » -*Global Business Company 1*<sup>6</sup>. Cette législation en faveur de l'implantation de sociétés étrangères sur le sol mauricien adoptée dans le cadre du *Company Act* de 2001 est réservée aux entreprises dont les activités commerciales sont tournées vers l'extérieur. En vertu de ce statut, l'impôt sur les sociétés est plafonné à 3%, les bénéficiaires sont exonérés d'impôts sur les dividendes et sur les gains du capital. Par conséquent, la plus-value générée par les transactions de *private equity* n'est taxée qu'au niveau des partenaires-investisseurs<sup>7</sup>. Ces structures permettent alors de fluidifier la circulation du capital mais participent aussi directement à la valorisation du capital et à la production d'une plus-value grâce au « levier fiscal ». Cette juridiction *off-shore* occupe donc une place pivot dans les filières agro-financières du *private equity* de notre panel car elle permet aux investisseurs des pays du Nord de bénéficier des mêmes exemptions fiscales que celles dont ils bénéficient dans leur pays d'origine.

Les principes juridiques de la responsabilité procédurale et de la transparence fiscale s'incarnent dans les différentes législations sous des formes entrepreneuriales particulières. Les systèmes juridiques nationaux, notamment en ce qui concerne les lois fiscales et entrepreneuriales, constituent donc des ressources spécifiques dont les entrepreneurs financiers se saisissent pour construire des circuits de capitaux originaux. En effet, comme le rappelle Christian Bessy, Thierry Delpeuch et Jérôme Pélisse

*« les acteurs économiques apparaissent comme des sujets actifs ayant la capacité d'interpréter le droit, de le mobiliser sélectivement et d'en faire un usage stratégique en fonction de leur but spécifique à un moment donné »* (Bessy, Delpeuch, et Pélisse 2011, 17).

En fonction de l'identité des investisseurs, les gestionnaires mobilisent différentes juridictions et différents statuts entrepreneuriaux. Ainsi, Agri-life Fund est enregistré trois fois (Afrique du sud, Ile

---

<sup>6</sup> Pour obtenir ce statut certaines conditions doivent être remplies : l'obligation d'avoir au moins deux administrateurs résidant sur l'Ile Maurice ; de tenir le conseil d'administration à l'Ile Maurice ; de conserver tous les registres comptables au siège social de l'Ile Maurice ; et de centraliser toutes ses opérations bancaires dans un compte bancaire de l'Ile Maurice.

<sup>7</sup> Ce type de véhicule juridique s'est développé dans toutes les juridictions. Ainsi en France, les Fonds Communs de placement à risque (FCPR) visent justement explicitement à ne taxer les revenus du capital qu'au niveau des investisseurs.

Maurice, Luxembourg) afin de répondre aux différentes demandes des investisseurs selon qu'ils soient situés en Afrique du sud ou en Europe<sup>8</sup>.

Le produit financier de *private equity* prend la forme d'une entité *ad hoc*, un fonds commun de placement, dont les parts sont réparties entre les différents partenaires en proportion de leur apport de capitaux. Outre la forme des produits financiers, les sociétés de gestion définissent aussi en amont de l'entrée sur le marché un cadre cognitif singulier sous la forme d'une politique d'investissement.

### **1.1.2. Le private equity comme dispositif cognitif : les politiques d'investissement**

La constitution d'un partenariat entre un gestionnaire et des investisseurs dans le cadre d'un fonds commun de placement repose sur un projet d'investissement original préparé par les promoteurs du fonds ou de la firme d'investissement. La politique d'investissement est une stratégie originale de valorisation du capital qui détaille le type d'entreprise-cible dans laquelle seront investis les capitaux des investisseurs et les leviers qui seront mobilisés pour créer de la valeur. Si les récits partagent des références cognitives à propos de l'Afrique sub-saharienne ou de l'agriculture par exemple, elles mobilisent aussi des connaissances et des rationalités différentes. Ainsi, trois « référentiels » de politiques d'investissement dans l'agriculture se dégagent de notre panel selon les connaissances mobilisées et leur destinataire. Malgré leur diversité, les politiques d'investissements respectent des normes techniques et commerciales qui permettent aux investisseurs potentiels d'évaluer la pertinence du projet.

#### **1.1.2.1. La trame macroéconomique des politiques d'investissement**

Une politique d'investissement est un récit qui articule des connaissances et des informations à la fois économiques, financières et commerciales afin de construire et de légitimer un actif sur les marchés financiers. L'enjeu pour les gestionnaires c'est de convaincre des investisseurs institutionnels de leur confier des capitaux, autrement dit de leur vendre un produit financier. Pour cela, les promoteurs de l'agriculture sud-africaine doivent premièrement rendre ce domaine d'activité attractif, c'est-à-dire lui attacher des qualités et des perspectives de retour financier. Si l'actif est un « bien incertain », la politique d'investissement doit toutefois permettre de réduire les incertitudes futures.

La thèse d'investissement s'inscrit toujours dans un cadre macro-économique dont les gestionnaires-promoteurs cherchent à tirer profit sous la forme d'un produit financier original. Ainsi, les gestionnaires partent d'une analyse des « fondamentaux » macroéconomiques. Ceux-ci ne sont pas des connaissances « neutres » et stabilisées mais plutôt des conventions c'est-à-dire des grilles de lectures et des croyances partagées par le plus grand nombre ; l'identité de leur émetteur détermine alors largement la puissance de ces récits. Olivier Vallée a mis en évidence l'émergence d'une

---

<sup>8</sup> La Banque Africaine de Développement (BAD) par exemple ne peut investir que sur le continent africain ; la banque de développement d'Afrique Australe (DBSA) seulement en Afrique du sud.

convention financière produite et diffusée par les acteurs de l'industrie financière quant à la résilience et au décollage des économies africaines au lendemain de la crise financière de 2008 (Vallée 2011). Cette « *nouvelle réalité sur le continent africain* » se propage à partir d'études réalisées par des cabinets de consultance privée comme McKinsey (McKinsey 2010). Ces études et ces récits qui font du continent africain une « terre d'opportunité » (Chu 2013) sont largement repris par les sociétés de gestion de notre panel dont Cédre :

*« L'Afrique a été qualifiée de tous les noms, mais elle n'est plus considérée aujourd'hui comme le continent obscur. Au contraire, elle est désormais perçue comme une terre d'opportunités et les investissements en Afrique sont devenus un enjeu prioritaire partout dans le monde »* (Cédre 2012, 6).

Les politiques d'investissement développées par les gestionnaires de notre panel s'appuient en partie sur la circulation d'une « expertise financière réticulaire » (Vanel 2008). L'engagement croissant des investisseurs étrangers sur le continent africain, mis en lumière principalement dans les études des cabinets d'étude financier et les associations des professionnels du *private equity* (AVCA, SAVCA, et Riscura, 2014), alimente la croyance d'un décollage économique de l'Afrique.

Mais les conventions financières s'entremêlent aux récits et aux conventions produites par les institutions internationales du développement en ce qui concerne par exemple les projections économiques et démographiques autour de l'agriculture. Par exemple, nos politiques d'investissement reprennent très largement un rapport de la FAO selon lequel la production agricole mondiale doit augmenter de 70% par rapport aux niveaux de 2007 pour répondre à la hausse démographique d'ici à 2050 (FAO 2009). Selon ce rapport, l'Afrique sub-saharienne est la région qui connaîtra dans les années à venir les plus importants gains de productivité dans l'agriculture à l'échelle mondiale<sup>9</sup>.

Les fondamentaux macro-économiques sont donc les hypothèses macroéconomiques de base qui permettent de construire des projections et des anticipations –la croissance de long terme de l'Afrique, la hausse du prix des denrées alimentaires- pour réduire l'incertitude liée à l'avenir et ainsi pousser les investisseurs à s'engager. Afin de convaincre les investisseurs, les gestionnaires mobilisent principalement les anticipations dominantes sur les marchés financiers et contribuent ainsi à renforcer leur caractère auto-réalisateur.

#### 1.1.2.2. Entreprises sous-jacentes et « référentiels » des politiques d'investissement

Les politiques d'investissement de notre panel partagent donc une trame macroéconomique autour de l'Afrique sub-saharienne et de l'agriculture. Toutefois, les politiques d'investissement développées par

---

<sup>9</sup> La Banque Mondiale joue un rôle moteur dans la production et la diffusion de cette croyance dans le potentiel agricole de l'Afrique sub-saharienne et plus particulièrement à propos de pays comme la Zambie qui recèle un fort potentiel de terres agricoles vierges et fertiles (Chu 2013).

les gestionnaires ciblent différents types d'entreprises agricoles ou agroalimentaires : les exploitations agricoles, les petites et moyennes entreprises agricoles et agroalimentaires, et les grandes entreprises de services aux producteurs. Pour chacune des catégories, les sociétés de gestion développent un cadre cognitif qui à partir d'un diagnostic des marchés financiers et/ou de l'agriculture propose des solutions originales aux investisseurs institutionnels. A ce titre, chaque catégorie d'entreprise sous-jacente correspond à un « référentiel de politique d'investissement »<sup>10</sup>.

*a) Les exploitations agricoles*

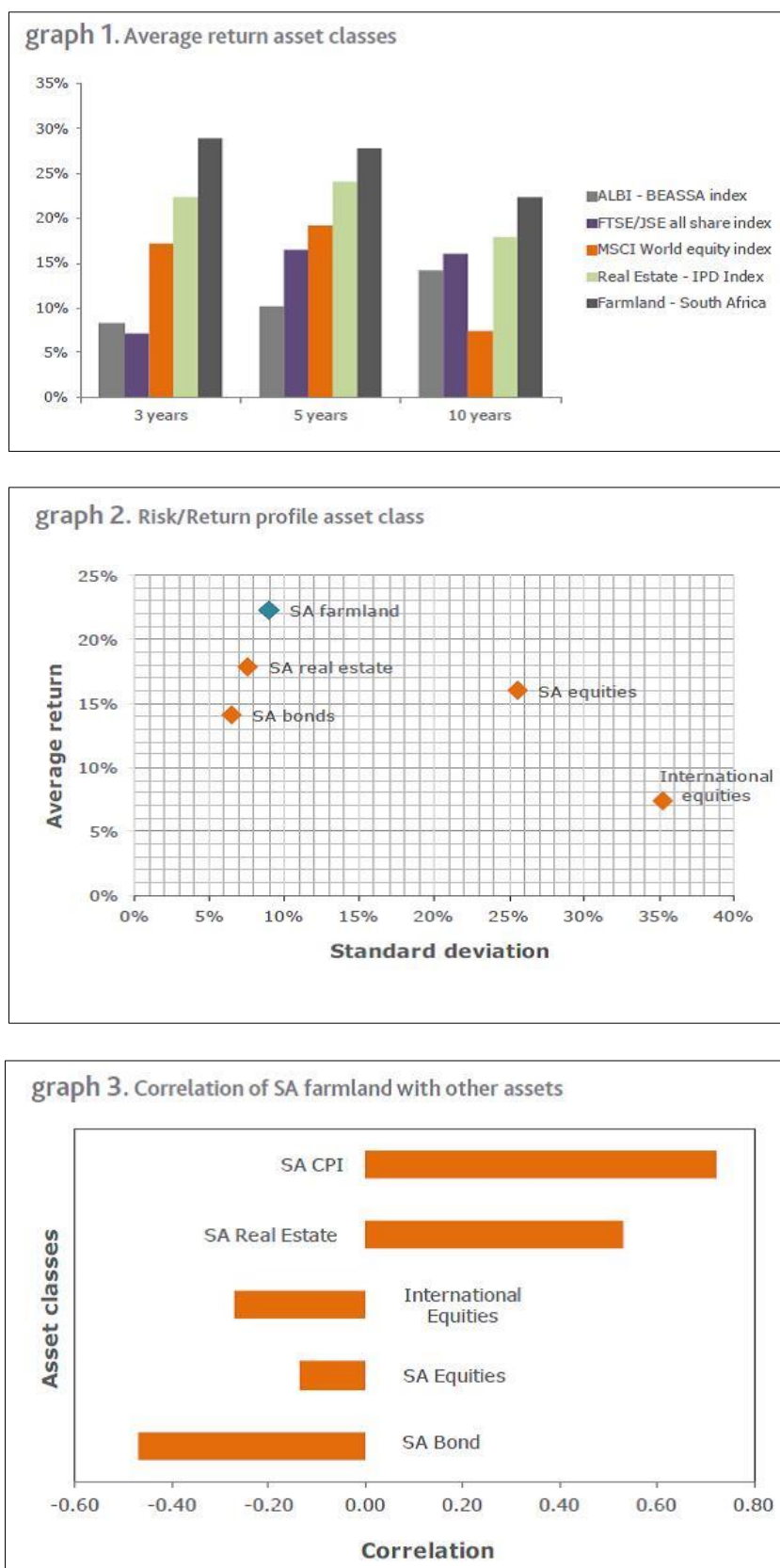
Au sein de notre panel, nous nous sommes particulièrement intéressés à deux fonds qui ciblent explicitement les exploitations agricoles sud-africaines : Granary Investments et CroissanceFutureAgri Fund I. Les politiques d'investissement développées par les gestionnaires-promoteurs de ces fonds insistent à la fois sur les dynamiques macroéconomiques liées à l'agriculture mais aussi sur le profil financier original des exploitations agricoles sud-africaine. La société FUU par exemple a entrepris un travail de collecte et de centralisation dans sa propre base des données relatives aux transactions foncières agricoles en Afrique du sud au cours des 20 dernières années. A partir des données collectées, FUU a pu établir le profil financier des exploitations agricoles sud-africaines<sup>11</sup>. Dans le cadre d'une plaquette commerciale destinée aux potentiels investisseurs, la société compare les performances des exploitations agricoles face à d'autres classes d'actifs et notamment des indices boursiers (encadré 3.1).

---

<sup>10</sup> La notion de référentiel a été développée par le courant d'analyse cognitive des politiques publiques et notamment dans les travaux de Pierre Muller : « *le référentiel d'une politique est donc constitué d'un ensemble de prescriptions qui donnent du sens à un programme d'action publique en définissant des critères de choix et des modes de désignation des objectifs. Il s'agit à la fois d'un processus cognitif fondant un diagnostic et permettant de comprendre le réel (en limitant sa complexité) et d'un processus prescriptif permettant d'agir sur le réel* » (Muller 2010, 556). Dans notre cas, le niveau d'analyse n'est pas l'action publique, mais l'action des entrepreneurs financiers sur le marché du *private equity*. Les « référentiels de politique d'investissement » sont donc des cadres cognitifs qui fournissent des grilles de lecture de la réalité et étayent un programme d'action pour « tirer profit » de la réalité sociale.

<sup>11</sup> Une telle tentative s'inspire des analyses produites par le *National Council of Real Estate investment Fiduciaries* (NCREIF) et son *NCREIF Farmland Index*. Ce dernier s'est imposé comme la référence pour l'évaluation des performances financières des exploitations agricoles et il a largement contribué à naturaliser les exploitations comme une classe d'actifs aux Etats-Unis.

Encadré 3.1 : Profil financier de la classe d'actifs « exploitations agricoles sud-africaines » (FUU 2013, 1)



Ce travail de simulation et de modélisation fait alors apparaître deux caractéristiques centrales des exploitations agricoles valorisables sur les marchés financiers. D'une part le profil risque/retour des exploitations agricoles sud-africaines est compétitif face aux principaux index financiers (graphique 1 et 2) ; d'autre part, elles ont une faible corrélation avec les autres classes d'actifs, et notamment les actifs dominants dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels, c'est-à-dire les actions et les obligations (graphique 3). Par conséquent, l'intégration d'exploitations agricoles sud-africaines dans un portefeuille diversifié, permettrait d'optimiser la gestion du couple risque/rendement sur le long terme<sup>12</sup>. Ce produit, avec de telles qualités, est donc d'abord destiné aux investisseurs de long terme qui cherchent à s'engager dans les actifs alternatifs c'est-à-dire principalement les fonds de pension et les fonds de dotation.

Si les gestionnaires-promoteurs de notre panel s'attachent à démontrer la plus-value qu'il y aurait pour les investisseurs institutionnels à intégrer des exploitations agricoles, ils soulignent aussi l'intérêt de se tourner vers des exploitations agricoles sud-africaines. En effet, comme nous l'avons souligné au chapitre I le marché mondial de l'investissement foncier institutionnel a connu un boom ces dernières années et les promoteurs de l'Afrique du sud cherchent donc à se démarquer de leurs concurrents implantés dans d'autres pays. Dans le cadre de cette compétition internationale qui oppose les entrepreneurs financiers les uns aux autres pour capter les flux de capitaux, ce n'est pas seulement la terre et ses qualités pédologiques qui sont valorisées, mais aussi des territoires et des secteurs spécifiques, produits d'une histoire particulière. Ainsi, les structures de production capitaliste de l'agriculture sud-africaine et le bas coût de la main d'œuvre sont mis en avant, tout comme les capacités techniques et entrepreneuriales supposées des agriculteurs afrikaners. Parfois, les promoteurs soulignent aussi les avantages commerciaux du foncier agricole sud-africain par rapport à leur concurrent à l'international, comme l'illustre cette citation extraite d'une brochure distribuée par la société de gestion russellwater :

*« La terre en Amérique Latine est sept fois plus cher qu'en Afrique du sud et elle est utilisée pour le même type d'activités agricoles, avec les mêmes sols, climats et rendements. Ceci constitue un cadre idéal pour bénéficier de cette opportunité d'arbitrage et dans le même temps générer des flux de trésorerie au-dessus de la moyenne » (Russellwater2011, 5).*

Les gestionnaires s'engagent donc dans l'importation d'un cadre cognitif lié aux investissements fonciers institutionnels en Afrique du sud et dans une moindre mesure en Afrique sub-saharienne. Les entrepreneurs financiers se caractérisent donc par leur capacité à se positionner à l'interface entre la communauté transnationale de l'investissement agricole naissante et le secteur agricole sud-africain.

---

<sup>12</sup> Comme la plupart des "actifs alternatifs", la faible liquidité serait donc compensée par une plus grande diversification du portefeuille (Aglietta et Rigot 2009).



*b) Les petites et moyennes entreprises agricoles et agroalimentaires*

Les fonds Agri-life Fund et AAF-SME sont spécialement dédiés aux investissements dans les petites et moyennes entreprises (PME) en Afrique du sud mais aussi plus largement en Afrique subsaharienne. Les fonds Isibaya et Evolution I ont également mis l'accent sur les PME.

Outre le potentiel de croissance de ces entreprises, les politiques d'investissement insistent surtout sur les impacts environnementaux et sociaux induits par l'injection de capital et d'expertise dans ces entreprises. En effet, les PME implantées en milieu rural seraient un vecteur efficace de développement des territoires. Les politiques d'investissement focalisées sur les PME reprennent largement à leur compte les publications issues des arènes de développement quant au déficit de capitaux et à l'inadéquation des structures de financement pour l'agriculture et les zones rurales en général. La création, ou le maintien, d'emplois salariés, permanents et temporaires, est un facteur clef, tout comme l'introduction des bonnes pratiques en matière de gouvernance d'entreprise. Dans la plaquette de présentation de l'Agri-life Fund II, l'équipe de gestion insiste sur l'effet démultiplicateur des investissements dans l'agriculture :

*« L'investissement dans les secteurs agricoles et agroalimentaires en Afrique sub-saharienne a des impacts importants sur : la réduction de la pauvreté, la croissance économique, l'accroissement du bien-être de la population, la création directe et indirecte d'emplois, un meilleur choix de produits alimentaires, une meilleure santé, le développement rural, l'amélioration des filières, le remplacement des importations (...) L'équipe d'Agri-life jouera un rôle actif dans les entreprises-cibles en suivant les progrès, en participant aux réflexions stratégiques, en encourageant et en guidant les changements organisationnels. Ceci afin d'améliorer les standards de gouvernance et de gestion des entreprises-cibles » (Agri-life FM 2015, 14).*

L'argumentaire social et environnemental joue un rôle de plus en plus important dans la qualification des produits sur les marchés financiers en général et sur les marchés financiers africains et sud-africains en particulier. Cependant, les institutions financières de développement demeurent le groupe d'investisseurs le plus sensible à cet argumentaire et sont donc prioritairement ciblées. Les gestionnaires promoteurs de ces politiques sont positionnés à l'interface entre l'Afrique du sud et la communauté transnationale de l'investissement « développementaliste » ou de « l'investissement d'impact ».

*c) Les entreprises de services aux producteurs*

Les sociétés de gestion sud-africaines Cédre et Glands PE se sont focalisées sur les entreprises de services agricoles et plus particulièrement sur les anciennes coopératives de producteurs. Ces entités ont adopté les statuts de sociétés anonymes mais sont toujours sous le contrôle des agriculteurs qui en

sont les actionnaires majoritaires. Les politiques d'investissement visent alors explicitement à casser les structures de contrôle des agriculteurs afin de créer de la valeur. L'objectif de Cédre par exemple est de « les assister dans leur transition » et de bénéficier « d'opportunités d'arbitrage » (Cédre 2012). En effet, ces entreprises privées sont perçues comme « des réservoirs de valeur » du fait de l'écart entre la valeur de leur capitalisation boursière, c'est-à-dire le prix d'échange de leur action, et la valeur nette de leurs actifs. Les bilans des anciennes coopératives sont souvent très bien dotées, leurs actifs étant composés à la fois d'infrastructures agroindustrielles tel que les silos, mais aussi de portefeuilles d'actions hérités de la période de l'apartheid. C'est donc avec l'idée de réduire cet écart que Cédre va investir dans un nombre croissant d'anciennes coopératives

*« Avant que Cédre soit établi, nous avons noté que beaucoup d'entreprises d'agrobusiness en Afrique du sud étaient sous-évaluées. La plupart étaient des coopératives, certaines existaient depuis 50 ou 100 ans et il n'y avait aucune motivation pour elles de faire du profit. Leur seul objectif était de vendre des produits à bas prix à leurs membres qui étaient aussi les actionnaires. Ces coopératives possédaient de bonnes propriétés et avaient des silos et des stocks dans leurs étagères »<sup>13</sup>.*

Une telle politique d'investissement s'inscrit dans le cadre de la transition postapartheid en Afrique du sud et de la diffusion des principes de la révolution actionnariale dans le secteur agricole. Les entrepreneurs financiers comme Jannie Mouton, qui promeuvent ces politiques d'investissement sont des sud-africains qui connaissent les rouages du secteur agricole et les structures agraires héritées de l'apartheid. Ils s'adressent prioritairement à des investisseurs institutionnels sud-africains qui saisissent les problématiques nationales liées à la transformation économique. Les *black economic empowerment trusts* sont à ce titre particulièrement ciblées par de telles politiques d'investissement.

#### *Les référentiels de politique d'investissement*

Le tableau 3.1 ci-dessous reprend les différents éléments exposés et met en relation un type d'entreprise avec un « référentiel de politique d'investissement », un groupe d'investisseurs majoritaires et les connaissances mobilisées par le gestionnaire.

---

<sup>13</sup> Farmers' weekly, « Interview of Jannie Mouton », 10 février 2009.

Tableau 3.1 : Typologie des référentiels de politique d'investissement dans l'agriculture (sud)-africaine

Référentiel de politique d'investissement	Type d'entreprise-cible	Pays de l'entreprise-cible	Investisseurs majoritaires	Connaissances mobilisées
« Rentabilité sociale et environnementale des investissements »	Petites et moyennes entreprises	Afrique du sud et Afrique sub-saharienne	Institutions financières de développement	Finance pour le développement Investissements d'impact
« Diversification du portefeuille »	Exploitations agricoles	Afrique du sud, Swaziland	Fonds de pension et fonds de dotation	Marché américain du foncier agricole Théorie moderne du portefeuille
« Restructuration actionnariale des entreprises »	Entreprises de services aux producteurs	Afrique du sud	Investisseurs institutionnels sud-africains BEE trusts	Théorie de l'agence Révolution actionnariale

Grâce à cette approche par les référentiels, nous avons pu regrouper les sociétés de gestion de notre panel autour de représentations communes. Au vue de la pluralité des référentiels, le *private equity* est un dispositif « souple » qui peut être investi d'une pluralité de sens par les gestionnaires. La production et la mobilisation de ces référentiels est fonction d'une part des carrières des entrepreneurs financiers et d'autre part du profil des investisseurs-cibles. Premièrement les gestionnaires mobilisent des connaissances particulières selon leur carrière professionnelle, leur réseau et leur formation. Autrement dit, leur capacité à identifier des opportunités d'investissement sont permises et limitées par leur ancrage professionnel, social et territorial. Par exemple les ex-coopératives de producteurs ont été identifiées comme des réservoirs de valeur par des entrepreneurs financiers sud-africains situés aux marges entre le secteur agricole et l'industrie financière. Une des ressources prépondérante des gestionnaires est alors leur positionnement à l'interface entre le national et le global, ou bien entre le national et le sectoriel (Zalio 2009).

Deuxièmement, les entrepreneurs lors de la conception de leur politique d'investissement ciblent un groupe particulier d'investisseurs et affinent leur offre en fonction de ce qu'ils perçoivent comme leur demande particulière. Ainsi la conception des produits financiers se fait à partir des attentes supposées des investisseurs notamment en termes de profil de risque et de rendement. Comme l'a souligné François Vatin, il y a une continuité entre production et commercialisation puisque la contrainte

marchande est intégrée et assimilée dans le processus de production (Vatin 2009)<sup>14</sup>. Nous observons par ailleurs une forte proximité professionnelle et sociale entre les gestionnaires et les investisseurs au sein des fonds et des firmes de notre panel, ce qui confère aux premiers un avantage compétitif quant au *design* du produit financier

Si l'on peut regrouper plusieurs fonds de notre panel autour d'un référentiel particulier, il ne faut pas pour autant faire abstraction des différences qui persistent dans les projets des gestionnaires. Les sociétés de gestion FUU et russellwater par exemple investissent toutes deux dans des exploitations agricoles en Afrique du sud mais elles ne ciblent pas les mêmes et projettent des stratégies de valorisation distinctes (tableau 3.2).

Tableau 3.2 : Comparaison entre les politiques d'investissement de russellwater et de Croissancefuture/FUU

Russellwater	FUU et Croissancefuture
<p>Céréales (maïs, soja, blé)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Possibilité de couverture sur le marché à terme de produits agricoles</li> <li>- Moindre périssabilité des produits</li> </ul>	<p>Fruits (citrons, raisins, pêches,...)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Les arbres fruitiers comme des actifs de long terme</li> <li>- Moindre dépendance aux fluctuations des prix</li> </ul>
<p>Exploitation directe et recours à des sous-traitants</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Augmentation et captation des flux de revenus</li> </ul>	<p>Location des exploitations à des entreprises de production</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Retours stables et garantis</li> </ul>

De la même manière, les référentiels ne sont pas exclusifs et ils sont parfois associés et imbriqués pour former des récits originaux. Par exemple, la société FUU qui cible les exploitations agricoles sud-africaines articule le référentiel de diversification du portefeuille avec celui de la rentabilité environnementale et sociale pour convaincre les fonds de pension sud-africains engagés dans les efforts de transformation de la société postapartheid.

On perçoit dès lors comment la circulation et la mobilisation des connaissances est un enjeu de la compétition entre les gestionnaires-promoteurs pour capter les flux de capitaux des investisseurs institutionnels. En effet, ces entrepreneurs financiers mobilisent des « repères cognitifs » stables qui correspondent à des produits financiers reconnus et valorisés par certains groupes d'investisseurs.

<sup>14</sup> Dans l'extrait d'entretien suivant on perçoit, à travers l'exemple de la politique d'investissement promue par la société FUU, comment les gestionnaires hiérarchisent leur objectif selon l'identité des investisseurs :

« AD : Quelle importance accordez-vous aux dimensions sociales ?

DV : Tout d'abord, nous utilisons des capitaux de fonds de pension. Donc notre retour commercial est indiscutable. Nous n'avons pas d'institutions financières de développement comme clients. Nous avons un mandat différent et on ne peut pas avoir un plus petit retour. Donc notre produit est spécialement fait pour les fonds de pension, les compagnies d'assurance... Les impacts sociaux doivent être là, mais ça ne fait pas partie du deal. Ce qui se passe avec les institutions financières de développement c'est baisser son retour si l'on a des impacts sociaux. Nous, nous avons besoin des deux ». Entretien DV, partenaire senior, FUU, Le Cap, 16 mars 2015.

Mais par ailleurs, ils effectuent un travail de traduction du référentiel global au niveau de l'Afrique du sud. Ainsi, la société FUU à travers son travail de recensement des transactions foncières tend à reproduire au niveau sud-africain les infrastructures matérielles qui ont soutenu le développement du marché du foncier agricole aux Etats-Unis.

Les politiques d'investissement sont donc des récits construits à partir de convention partagées entre les acteurs des marchés du *private equity*. Mais par ailleurs la conception d'une politique d'investissement est un travail commercial orienté vers des groupes spécifiques d'investisseurs potentiels. Par conséquent les gestionnaires respectent les normes commerciales propres au *private equity*

### **1.1.3. Le *private equity* comme dispositif commercial : positionner le produit sur les marchés financiers**

Le processus de qualification dans lequel sont engagés les gestionnaires est indissociable des marchés sur lesquels s'engagent ces acteurs. En effet, comme le rappelle Vololona Rabearisoa, Cecile Meadel et Michel Callon :

« Définir un bien, c'est le positionner dans un espace de biens, dans un système de différences et de ressemblances, de classes disjointes mais en même temps, liées les unes aux autres » (Rabearisoa, Meadel, et Callon 2000, 217).

Il s'agit tout à la fois de « singulariser » et de « rendre comparable ». Cet enjeu du « rendre comparable » est particulièrement prégnant sur le marché du *private equity* où s'échangent non pas des produits mais des promesses à cause de « l'incertitude radicale sur la qualité » (Karpik 2007). Face à cette incertitude inhérente, le risque est de rendre toute évaluation des produits financiers impossible et donc d'empêcher les investisseurs de s'engager sur ce marché. L'enjeu pour les gestionnaires-promoteurs c'est donc de positionner leur produit dans un espace marchand structuré par des institutions reconnues, au sein duquel les investisseurs potentiels pourront évaluer les produits et les comparer les uns aux autres. Il s'agit donc de produire de la commensurabilité soit « la traduction de différentes qualités dans une unité de mesure commune » (Espeland et Stevens 1998, 314). La mobilisation du dispositif du *private equity* permet en partie d'établir de telles équivalences marchandes.

En effet, le dispositif du *private equity* correspond à des règles standardisées d'évaluation pour la sélection des projets d'investissement. Comme l'a montré Claire Champenois dans le cas des firmes de biotechnologie par les investisseurs en capital-risque allemands, c'est l'existence de telles règles qui permettent aux investisseurs de contourner la complexité et l'incertitude liées à l'évaluation de ces projets et leur donne les moyens d'agir. Claire Champenois met en lumière deux ensembles de « repères » qui sont mobilisés dans ses études de cas : les « critères-questions » et les « noms-objets »

(Champenois 2011). Ces repères sont connus et assimilés par le personnel des sociétés de gestion qui incluent dans la thèse d'investissement les paramètres et les *benchmarks* qui permettront aux investisseurs d'évaluer le projet. Ainsi, trois types d'indicateurs transversaux sont mobilisés par les gestionnaires de notre panel : le *pipe-line*, les biographies des partenaires et le taux de rentabilité prévisionnel.

Premièrement, afin d'incarner la politique d'investissement et de convaincre les investisseurs de sa vraisemblance, les gestionnaires incluent à leur projet un « *pipeline* » d'entreprises-cibles pour lesquelles ils ont entamé des recherches. Ce *pipeline* d'entreprises peut être plus ou moins large et plus ou moins détaillé selon l'état d'avancement des recherches par la société de gestion. En général, il comprend pour chaque entreprise potentielle une description des activités, une estimation de la transaction, une analyse des flux de trésorerie et un plan de développement. Ces éléments permettent alors aux investisseurs de mieux visualiser dans quelle direction souhaite aller le gestionnaire et sa capacité à identifier des opportunités sur le marché comme le souligne HP, chargé d'investissement à la DBSA :

*« AD : Comment est-ce que vous interprétez le pipe-line de projets ?*

*HP : Ca n'est pas seulement à propos de l'entreprise, mais aussi du marché que représente cette entreprise ; pour voir si il y a assez de potentiel et d'activité (...) Aucun gestionnaire ne va te donner un pipe-line crédible, ils te donnent toujours beaucoup de potentiel et puis certains deals ont l'air plausibles. Mais ce qu'il faut analyser c'est : est ce qu'ils regardent dans la bonne direction ? Est-ce que ça colle à ton mandat ? Est-ce que ce marché a du potentiel ? Quand tu regardes un projet de fonds de private equity, il ne faut pas le prendre à la lettre mais regarder ce qu'il y a derrière. Ce dont on a besoin c'est d'un gestionnaire crédible avec lequel on puisse s'engager. Donc quelles sont les indications et la carte qu'il a préparées pour nous ? Et est ce qu'on pense que ça va nous emmener là ou notre mandat veut que nous allions ? »<sup>15</sup>.*

Les investisseurs démarchés gardent donc une distance vis-à-vis du *pipeline*, mais celui-ci pose toutefois les jalons concrets de la politique d'investissement et constitue une facette importante du produit de *private equity*.

Deuxièmement, les politiques d'investissement font la part belle aux biographies des membres de l'équipe de gestion et notamment des partenaires seniors. En effet, les investisseurs évaluent la capacité des sociétés de gestion à faire advenir la politique d'investissement qu'elles leur soumettent et à les rémunérer, à partir de l'expérience des individus qui composent les équipes. Les investisseurs s'assurent ainsi que les gestionnaires connaissent et maîtrisent les procédures légitimes de la gestion d'actifs de *private equity*. Comme le souligne Michel Aglietta et Sandra Rigot, le succès des « *fonds*

---

<sup>15</sup> Entretien HP, chargé d'investissement, DBSA, Sandton, 6 mars 2015.

de rendement absolu », comme les fonds de *private equity*, dépend de la « qualité du gestionnaire » (Aglietta et Rigot 2009). Les projets d'investissement détaillent donc les carrières des partenaires seniors lesquelles agissent comme des « noms-objets » aux yeux des investisseurs (Champenois 2011). L'accent est particulièrement mis sur leur année d'expérience dans l'industrie financière, le montant cumulé des transactions d'entreprises auxquelles ils ont pris part, ou encore leur âge<sup>16</sup>.

Troisièmement, les politiques d'investissement soumises aux investisseurs intègrent des taux de rémunération prévisionnelle du capital, souvent calculée sous la forme d'un taux de rentabilité interne. Le taux est calculé par les gestionnaires sur la base de leurs hypothèses et de leur modèle d'investissement (voir encadré 3.2).

Encadré 3.2 : le calcul du taux de rendement prévisionnel, le cas de FUU

La société FUU prévoit de louer ses exploitations agricoles à un opérateur agricole contre un loyer équivalent à 8% de sa valeur annuelle ; à partir de ce loyer, les promoteurs ont établi que leur fonds pouvait garantir un taux de rentabilité minimum aux investisseurs équivalent à 10% plus l'inflation. L'un des directeurs de la société FUU revient sur le calcul de cet objectif :

« AD : Comment avez-vous construit votre taux de rentabilité indicatif ?

DV : En fait c'est très facilement prévisible. Parce que traditionnellement, la valeur des exploitations agricoles augmente de 2 à 6% par an. Tu as 8% de retour grâce au loyer versé par l'opérateur lequel est corrélé à l'inflation ; donc tu as 4 + 8, ce qui fait 12%. Tu enlèves les frais de gestion et ça fait 10% »<sup>17</sup>.

Le taux de rentabilité indicatif de 10% + inflation synthétise donc la politique d'investissement promue par la société de gestion FUU en intégrant les différents paramètres économiques, financiers et commerciaux: le loyer perçu sur les exploitations, l'appréciation de la valeur du foncier, la rémunération du gestionnaire.

Outre les repères commerciaux, la qualification d'un produit financier passe par son classement c'est-à-dire par son inscription dans une « classe » d'actifs reconnus. La classification des produits financiers est particulièrement importante car c'est sur cette base que se réalise l'allocation des capitaux des investisseurs institutionnels<sup>18</sup>. Mohamed Oubenal a souligné que la « catégorisation » des

<sup>16</sup> « Avant de rejoindre Dalvabank Agri, VD a travaillé pour Vunani Capital, une banque d'investissement en Afrique du sud, comme analyste financier. A ce poste, VD a acquis de l'expérience en travaillant sur de nombreuses transactions d'entreprises. Les principales ont été la cotation de Vunani Property Investment Fund sur le JSE, mais aussi des transactions sur le marché de la dette pour le compte de clients comme Sasol (\$1 milliard) ou le Trésor sud-africain (\$1,5 milliards) ». Site internet Dalvabank Agri, consulté le 25 janvier 2016.

<sup>17</sup> Entretien DV, partenaire senior, FUU, Le Cap, 16 mars 2015.

<sup>18</sup> A ce titre la reconnaissance institutionnelle d'une nouvelle classe d'actifs est un enjeu commercial fort car elle donne accès à une portion du marché des capitaux. La reconnaissance du *private equity* comme classe d'actifs spécifiques, et non pas comme une composante de la classe « actifs alternatifs », s'est ainsi traduite par un afflux de capitaux ; le fonds de pension sud-africain PIC par exemple a décidé en 2012 d'allouer 5% de ses capitaux au *private equity* (KPMG et SAVCA 2014).

produits financiers est un aspect de leur légitimation sur les marchés. En effet « *les systèmes de classification* » sont solidaires de « *schémas d'interprétation* » qui permettent de reconnaître et de comparer les produits (Oubenal 2015, 40/41). Les gestionnaires de notre panel cherchent donc à bénéficier de la reconnaissance institutionnelle du *private equity* comme classe d'actifs pour démarcher les investisseurs. Mais dans le même temps, les sociétés de gestion cherchent à singulariser et à démarquer leur produit par rapport à l'offre existante sur ce marché<sup>19</sup>. Pour cela ils mobilisent des outils et des repères en vigueur au sein d'autres classes d'actifs reconnus ou émergents comme les investissements immobiliers ou les « investissements d'impact ». En effet, chaque classe d'actifs se distingue des autres par des « régimes de qualification » des produits originaux dans lesquels piochent les entrepreneurs financiers. Le fonds Agri I de la société FUU illustre bien le travail d'hybridation puisque la société de gestion FUU a adopté le cadre juridique standard d'un fonds de *private equity*, mais leur modèle d'investissement repose sur la location des exploitations agricoles à des parties-tiers en échange d'un loyer comme un fonds de propriétés immobilières. Les gestionnaires de Cèdre quant à eux ont privilégié une société anonyme cotée en bourse afin de rallonger les périodes d'investissement par rapport au modèle standard du *private equity* et ainsi de s'adapter aux particularités des cycles de la production agricole<sup>20</sup>.

Les gestionnaires de notre panel s'engagent donc dans des stratégies d'innovation financière qui prennent la forme d'une hybridation des « régimes de qualification » des actifs financiers. Toutefois, les possibilités d'innovation des sociétés de gestion sont limitées par le dispositif du *private equity* qui impose des normes commerciales légitimes en matière de retour financier ou de formes du partenariat, par exemple. En se positionnant sur le marché du *private equity*, les gestionnaires de notre panel mobilisent un ensemble de règles et de conventions marchandes, reconnues par tous les acteurs financiers. En adoptant ces règles, les gestionnaires se donnent le droit d'accéder aux capitaux des investisseurs institutionnels mais restreignent dans le même temps leur capacité d'innovation.

## 1.2. La commercialisation du produit

La conception d'un produit de *private equity* repose sur des normes juridiques, cognitives et commerciales, mais le produit est aussi formaté dans le cadre de l'échange marchand. Par conséquent, nous allons maintenant nous intéresser au travail commercial dans lequel s'engagent les gestionnaires de notre panel. Au cours de celui-ci, les investisseurs institutionnels ne sont pas de simples consommateurs des produits de *private equity*, mais ils participent activement à leur conception initiale.

---

<sup>19</sup> Mohamed Oubenal en reprenant à son compte les travaux de Ezra Zuckerman distingue deux étapes dans la sélection d'un produit : « *Dans un premier temps, les offres qui n'ont pas un minimum de caractéristiques communes sont écartées parce qu'elles sont difficiles à évaluer. Dans un second temps, les produits cherchent à se différencier par la mise en valeur de leur caractéristique propre* » (Oubenal 2015, 39-40).

<sup>20</sup> Entretien WM, ex-chargé d'investissement et directeur exécutif, Cèdre et Faucon, 5 août 2014.



### 1.2.1. Démarcher et convaincre les clients potentiels

Une fois le projet d'investissement couché sur papier, les gestionnaires-promoteurs s'engagent dans la commercialisation de leur produit financier. Pour démarcher les investisseurs, les promoteurs passent par plusieurs canaux et utilisent différentes techniques commerciales : les plateformes spécialisées, notamment Prequin, et la presse spécialisée qui recensent et rendent visibles les fonds et les firmes de *private equity* d'investissement et leur stade d'avancement ; les conférences internationales autour du *private equity* et/ou de l'investissement agricole (Global AgInvesting, Ag innovation showcase, Terrapinn Agriculture Investment Summit) ; leur réseau professionnel ; des sociétés d'intermédiaires et de consultants spécialisées ; des visites spontanées dans le cadre de *road show*, c'est-à-dire des tournées dans les bureaux des investisseurs potentiels ; ou bien encore l'organisation de visites sur les sites de leur entreprise-cible (voir encadré 3.3).

#### Encadré 3.3 : Une visite à la ferme

Les sociétés de gestion FUU et CroissanceFuture ont organisé le 27 août 2013 une visite sur l'une de ses fermes pour les potentiels investisseurs du fonds CroissanceFutureAgri Fund II. Parmi les invités ce jour-là il y avait des représentants des fonds de pension *Passenger Rail Agency of South Africa*, *Providence Fund*, *Anglo-american-Ashanti Pension Fund*, *Telkom retirement fund*, les sociétés d'investissement *GraySwan Investment* et « *Inkunzi Investment* » et enfin un journaliste du « *Business Day* », le journal des affaires de référence en Afrique du sud. Après le trajet en car de Johannesburg au Limpopo, l'ingénieur agronome a dirigé la visite des plantations d'orangers au cours de laquelle il a insisté sur les améliorations apportées par le fonds depuis son acquisition en insistant sur la capacité de la société de gestion à étaler sur l'année le « *fruit flow* » via l'introduction de variétés tardives et précoces. Par ailleurs, il a particulièrement insisté sur le fait qu'une exploitation disposant de droits d'accès à l'eau –*water rights*– est un actif rare et précieux en Afrique du sud, en particulier dans cette région du Limpopo, dont ils tirent le meilleur rendement. Un peu plus tard, nous visitons l'usine de triage et d'emballage des fruits située sur l'exploitation, puis nous terminons la visite par un tour sur les habitations construites par le fonds pour accueillir les travailleurs agricoles permanents ; ces habitations dit-il leur permettent de conserver les meilleurs travailleurs de la zone. Enfin, la journée se conclut par un barbecue au cours duquel le partenaire senior de la société de gestion fait une présentation PowerPoint intitulée « *Agriculture as an asset class* » qui détaille les différentes options et modalités pour investir ; il conclut son discours par : « *le futur de cette ferme c'est vous, les investisseurs, qui allez en décider* ». Deux jours plus tard, le Business Week publia un article intitulé « *SA farmland outperforms stocks, bonds* »<sup>21</sup>.

Le travail commercial est un travail de longue haleine et il se passe souvent plusieurs années entre la définition du projet d'investissement et les premiers investissements effectifs, période au cours de

<sup>21</sup> Business week, « *SA farmland outperforms stocks, bonds* », 29 août 2013.

laquelle les promoteurs démarchent des investisseurs, négocient avec eux les termes de leur partenariat puis ratifient le contrat. Le succès du travail commercial repose sur la capacité des promoteurs à cibler les investisseurs les plus susceptibles de s'intéresser à leur projet. Mais ces derniers sont aussi dépendants des dynamiques du marché du *private equity*. Les promoteurs de Faucon par exemple se sont heurtés dès le départ aux répercussions de la crise financière de 2007/2008 :

*“AD: Est ce que les investisseurs se sont montrés intéressés?”*

*PN : Oui assez...Ils comprenaient ce que l'on voulait faire et beaucoup étaient très intéressés. Ils adoraient l'histoire. En plus, nous avions notre grande expérience à apporter sur le terrain. Donc l'histoire a été très bien reçue et très bien comprise. Malheureusement, le timing était difficile. En 2009, beaucoup de sociétés d'investissement familiales, de fonds et d'institutions financières de développement étaient en commotion cérébrale et je pense...que c'était juste un mauvais timing »<sup>22</sup>.*

La norme sur le marché du *private equity* veut que les sociétés de gestion porteuses du projet d'investissement démarchent les investisseurs<sup>23</sup> ; la première étape du travail commercial est donc d'identifier les investisseurs potentiels. Nicolas Bedu et Mathieu Montalban ont mis en évidence un biais domestique dans l'industrie du *private equity* c'est-à-dire que les sociétés de gestion lèveraient plus facilement des capitaux auprès des investisseurs institutionnels issus du même pays (Bedu et Montalban 2009a ; 2009b). Pourtant dans notre panel de telles affinités domestiques n'apparaissent pas et l'on note davantage des affinités « professionnelles » qui permettent aux gestionnaires d'anticiper les demandes de certains groupes d'investisseurs. En ce qui concerne les investissements agricoles en Afrique du sud et en Afrique sub-saharienne le nombre d'investisseurs potentiels est relativement restreint et par conséquent ces derniers sont plus exigeants et sélectifs. Norfund par exemple, l'IFD norvégienne, reçoit de nombreux projets d'investissement parmi lesquels l'institution fait le tri selon ses propres objectifs:

*« AD : Comment est-ce que vous identifiez vos opportunités d'investissement ?*

*EE : Tous les fonds cherchent des financements de manière agressive. Donc...Ils nous ciblent nous. Et ils viennent nous voir tout le temps pour nous demander de l'argent. Donc pour nous il s'agit...de choisir le fonds qui correspond le plus à notre stratégie. Nous n'avons pas besoin de les rechercher activement ou de voyager aux conférences, ils viennent eux-mêmes à nous »<sup>24</sup>.*

---

<sup>22</sup> Entretien téléphonique PN, Directeur des opérations, Faucon, 7 mars 2015.

<sup>23</sup> Toutefois dans le cas de l'African Agriculture Fund ce sont l'Agence française de développement et la Banque africaine de développement qui ont défini en amont le projet d'investissement puis ont lancé un appel d'offre pour recruter le gestionnaire.

<sup>24</sup> Entretien téléphonique EE, Directrice du département « Partenariats industriels et fonds de petites et moyennes entreprises », Norfund, 28 mars 2014.

A travers cet extrait d'entretien nous voyons bien l'importance de la mise en adéquation de la politique d'investissement avec le mandat et la stratégie de l'investisseur institutionnel. Toutefois, si la dimension cognitive du projet joue un rôle important, c'est surtout la capacité du promoteur à instaurer une relation de confiance avec ses interlocuteurs qui détermine le succès du travail commercial. Cette confiance repose à la fois sur la pertinence du projet d'investissement mais aussi sur les qualités de ceux qui le portent. Les investisseurs potentiels sont donc particulièrement attentifs à l'expérience de l'équipe de gestion et aux carrières de ses membres. Une des difficultés majeures à laquelle font alors face les investisseurs de notre panel pour l'évaluation du projet d'investissement, c'est l'absence de « *track records* » et de « *vintage* » de ces nouvelles équipes de gestion qui lancent souvent leur premier fonds<sup>25</sup>. Pour compenser le déficit de repères, les salariés des investisseurs institutionnels mobilisent des « dispositifs de jugement personnel » (Karpik 2007) afin d'évaluer la capacité des sociétés de gestion à matérialiser la politique d'investissement. Par exemple, les projets des fonds Agriculture and Agribusiness Fund et Agri-life Fund sont arrivés plus ou moins simultanément sur la table de la Banque Européenne d'investissement (BEI) ; pour arbitrer entre les deux projets le directeur du département de *private equity* a mobilisé ses réseaux afin de se faire une opinion sur le personnel des deux sociétés de gestion :

« AV : Comment est-ce que vous avez identifié puis sélectionné l'équipe d'Agri-life ?

JP : On a commencé par aller voir Mafissa, et puis ils sont revenus 6 mois après avec l'AFD comme parrain et sponsor, et l'AFD étant un compagnon de route, ils nous ont poussés pour investir dans leur fonds; nous étions alors une plus petite équipe et j'étais en charge de ce dossier, c'était la première équipe agri-food que je rencontrais, il y avait des pour et des contre dans leur proposition, mais avant de faire quoi que soit on a commencé par regarder le marché et voir ce qui se fait ailleurs, et on a regardé d'autres propositions. Certaines étaient déjà en train d'investir, donc c'était trop tard, et d'autres étaient en phase de levée de fonds. Nous avons discuté avec CDC, pour être honnête j'ai demandé à mon collègue de CDC des références sur les membres fondateurs de Mafissa qui sont passés par CDC, et ils m'ont conseillé de regarder SP-Active et Agri-life ; et puis IDC, qui est un investisseur de Agri-life utilisait l'argent que la Banque Européenne d'Investissement lui donnait dans le cadre d'un mandat pour investir dans le capital-investissement en Afrique du sud, on avait des contacts avec eux et ils avaient des bons retours, donc à travers plusieurs références et en parlant avec différents investisseurs, qui connaissaient Agri-life, en comparant avec d'autres propositions et puis bien sûr en rencontrant Herman et l'équipe, je me suis convaincu que c'était un fonds

---

<sup>25</sup> « LS: L'autre problème pour la sélection c'est qu'il n'y a pas beaucoup de gestionnaires matures qui viennent nous voir. La plupart sont des gars avec des nouveaux fonds. Même si individuellement ils peuvent avoir de l'expérience, l'expérience de l'équipe au début et à la fin du fonds est très différente. Tu prends un pari et tu attends de voir au bout de 5,6 ans ce qui se passe ». Entretien LS, chargé d'investissement, DBSA, Sandton, 6 mars 2015.

*attractif et intéressant. Le profil risque retour était aussi quelque chose avec lequel on pouvait être en accord.*

*AD : Donc vous étiez plus confortable avec Agri-life qu'avec Mafissa ?*

*JP : Honnêtement je ne connais pas bien le projet de Mafissa. Et....je me suis renseigné sur les personnes et les informations que j'ai récoltées n'étaient pas toutes positives. Et quand on a rencontré Mafissa, j'ai mobilisé nos spécialistes agricoles parce qu'on a une équipe d'économistes et d'ingénieurs qui ne font que de l'agrobusiness, et qui ont regardé le « track record » des associés de Mafissa, ce qu'ils avaient fait précédemment et ce qu'ils proposaient de faire, mes collègues n'ont pas été convaincus. Tandis que de l'autre côté avec Agri-life c'était beaucoup plus positif, j'avais une attraction pour ce projet et toutes les fois où on a négocié avec eux, au-delà du focus sectoriel, ils ont toujours écouté ce qu'on avait à dire, on a construit une relation avec eux et puis a un moment il faut choisir son cheval et courir avec lui »<sup>26</sup>.*

Dans cet extrait apparaît le poids des dispositifs de jugement personnel, en l'occurrence le réseau du directeur de la division *private equity*, pour la sélection des projets d'investissement. De plus, le personnel de la Banque bénéficie en parallèle du réseau social de l'institution et notamment des échanges et interactions avec les autres institutions financières de développement européennes. C'est donc en remontant le fil des carrières des directeurs de la société de gestion de Mafissa, passés notamment par la CDC, et en collectant les opinions de ceux qui les ont côtoyés que le directeur de la BEI se forge un avis. Il y a ainsi cohabitation de plusieurs « régimes de coordination » (Karpik 2007) : régime professionnel, régime de l'opinion commune. Par ailleurs, à travers cet exemple on voit comment un projet d'investissement particulier est évalué par rapport à un état du marché à un moment donné. En effet, une étape du processus de sélection consiste à faire une étude de marché et d'étudier l'état de l'offre. Ensuite, on perçoit la longue durée de ces interactions puisque Mafissa prend une première fois contact avec la Banque avant de revenir 6 mois plus tard et c'est seulement ensuite que débute les *due diligences*. Enfin, il apparaît que les investisseurs sont engagés simultanément dans plusieurs négociations, à des degrés plus ou moins avancés, avec différents gestionnaires et qu'ils opèrent comparaison et arbitrage entre ces différentes opportunités.

La puissance d'une société de gestion sur le marché de l'investissement est fonction de « *sa capacité à fédérer des capitaux qu'il ne détient pas* » (Benquet 2015). Plus un projet fédère des promesses d'engagements de la part des investisseurs, plus la capacité de la société de gestion à lever des capitaux augmente. Souvent la phase commerciale se décompose entre une première puis une seconde levée à 18 mois d'intervalle en moyenne. Au sein de notre panel, les institutions financières de

---

<sup>26</sup> Entretien téléphonique JP, directeur du département *private equity*, BEI, 12 octobre 2013

développement s'engagent en priorité au cours de la première levée dans l'espoir de provoquer un effet levier<sup>27</sup>.

Enfin, l'engagement des investisseurs dépend de l'opportunité qui leur est offerte de contribuer à la définition et à la production du produit financier. Comme l'a mentionné le directeur du *private equity* à la BEI, la capacité d'écoute des dirigeants de la société de gestion Agri-life a pesé dans le choix de la banque de leur confier leurs capitaux. La politique d'investissement n'est pas un produit financier fini puisqu'il est amendé et enrichi lors des négociations avec les investisseurs. Ainsi le déroulement de ces négociations doit être analysé à la fois pour comprendre les ressorts de l'engagement des investisseurs dans cette coalition et leur apport au processus de production de cette marchandise financière.

### **1.2.2. Négocier les termes du contrat**

La phase de négociation porte sur les termes du contrat de partenariat en vertu duquel l'investisseur cède la gestion opérationnelle de ses capitaux pour une durée de temps déterminée au promoteur qui devient alors gestionnaire. Le contrat final comprend une vaste documentation juridique qui couvre les modalités de la transaction commerciale mais aussi les droits et les devoirs des deux parties au cours du partenariat. A l'issu du processus, les investisseurs ne participent plus directement à l'allocation des capitaux et à la sélection des entreprises-cibles, par conséquent le contrat constitue le vecteur privilégié par lequel ils contraignent le champ d'action du gestionnaire selon leurs propres impératifs et objectifs.

Tout d'abord, le contrat fixe des objectifs de performance financière sous la forme d'un taux de rentabilité interne (TRI). Le taux de rendement est important à plusieurs titres. Premièrement, il est partie prenante du système de rémunération du gestionnaire. Deuxièmement, cette exigence commerciale est intégrée au modèle d'évaluation financier sous la forme d'un taux d'actualisation – *discount rate*- appliqué pour l'évaluation et la gestion des entreprises-cibles. Par conséquent, le taux de rentabilité interne est le moyen par lequel les exigences commerciales des investisseurs sont prises en compte dans les pratiques quotidiennes des gestionnaires de capitaux et contribuent à délimiter un champ du possible.

Les négociations autour du lancement de l'Agriculture and Agribusiness Fund (AAF) entre les investisseurs, principalement des institutions financières de développement, et la société de gestion Mafissa illustre les étapes de la construction d'un consensus entre les parties. Les IFD en vertu de leur mandat développementaliste faisaient pression sur le gestionnaire pour intégrer un taux de rentabilité le plus bas possible, c'est-à-dire le plus proche possible du coût du capital, afin d'élargir le périmètre

---

<sup>27</sup> « Dans 95% des fonds auxquels on participe, il y a une première clôture avec seulement des DFI, puis la deuxième clôture permet d'associer des investisseurs privés parce qu'ils sont rassurés et prennent cette présence des DFI comme un gage. C'est une partie intégrante de l'effet catalyseur » Entretien téléphonique JP, directeur du département *private equity*, BEI, 12 octobre 2013.

d'intervention du fonds ou de la firme d'investissement. Mais dans le même temps, les IFD et le gestionnaire cherchaient à attirer des investisseurs privés au sein du fonds et avaient donc l'obligation de tendre vers les normes commerciales en vigueur sur le marché du *private equity*. La documentation juridique du fonds AAF adopte un taux de rentabilité interne de 13% soit un indicateur légèrement inférieur aux normes commerciales. Mais dans le même temps, les promoteurs du fonds ont mis en place une structure actionnariale à trois niveaux, les actions A, B, C où chaque niveau correspond à des paliers de rémunération des investisseurs selon le taux de rentabilité interne. Les actions C sont rémunérées lorsque le TRI du fonds dépasse les 6%, les actions B à partir de 8% et enfin les actions A ne sont rémunérées qu'à partir de 10%. Les actions C sont réservées aux investisseurs privés, les actions B sont détenues par les institutions financières de développement et le gestionnaire du fonds et enfin les actions A sont aux mains des agences de développement. Cette innovation financière vise ainsi à promouvoir l'effet levier et à concilier les exigences commerciales et développementalistes d'une pluralité d'investisseurs.

Outre la question des rendements financiers, les contrats de partenariat définissent aussi des mécanismes de gestion des risques.

Premièrement, en incorporant des procédures de gestion des risques; par exemple la société de gestion FUU ne peut louer plus de 25% des actifs du fonds à un même opérateur pour prévenir un risque de défaut de sa part.

Deuxièmement, en recourant à des instruments externes de couverture des risques et notamment des risques politiques. C'est le cas par exemple de l'assurance MIGA développée par la Banque Mondiale et qui couvre les risques politiques liés aux investissements dans les pays du Sud et notamment en Afrique sub-saharienne. La société de gestion Goldenstreet Capital est la seule de notre panel à avoir souscrit une telle assurance pour le fonds Goldenlands. Leur directeur de la recherche agricole explique dans l'extrait ci-dessous que MIGA est d'abord un argument commercial à faire valoir auprès des potentiels investisseurs :

*« AD : Pourquoi avez-vous souscrits à l'assurance MIGA ?*

*TD : Rappel toi que tu parles à un zimbabwéen ! Je ne sais pas, je pense que je ne l'aurais pas fait. Si tu es un investisseur, tu n'es peut être pas trop sur à propos de l'Afrique (...) Je pense que pour les investisseurs qui investissent pour la première fois en Afrique, l'assurance MIGA était probablement un facteur convaincant. Ils n'aiment pas le cout additionnel mais...si le pire advient, ça va marcher en leur faveur, ou au moins ça ne tombera pas à zéro »<sup>28</sup>.*

Mais c'est à propos des droits et des devoirs des parties que la documentation juridique est la plus abondante. En effet, le contrat est l'instrument privilégié du contrôle, en amont, des investisseurs sur les gestionnaires puisque ces derniers sont ensuite tenus légalement par ces engagements dont

---

<sup>28</sup> Entretien téléphonique TD, directeur de la recherche agricole, Goldenstreet Capital, 27 mars 2015.

l'application est régulièrement vérifiée par des procédures d'audit externe. Toutefois, en vertu du dispositif juridique associé au *private equity*, le partenaire-gestionnaire est le seul gérant des capitaux et s'il doit rendre des comptes aux autres partenaires, il doit aussi jouir d'une certaine souplesse dans l'allocation des capitaux.

L'enjeu du contrat de partenariat c'est donc de définir le plus strictement possible un champ du possible en matière d'investissement, lequel constitue ensuite l'espace dans lequel le gestionnaire est libre d'opérer ses propres choix. Il existe alors plusieurs mécanismes contractuels pour contraindre la politique d'investissement du fonds et l'allocation effective des capitaux. Premièrement l'introduction dans le contrat d'une liste d'exclusion de certaines activités, en ce qui concerne les industries du tabac et de l'alcool pour le Agri-life Fund par exemple, ou à l'inverse d'une liste exhaustive de produits dans lesquels pourra investir le fonds. Deuxièmement, l'insertion de quotas chiffrés qui encadrent l'allocation des capitaux. Ces quotas peuvent porter sur le montant des investissements ; par exemple, les promoteurs de l'Agriculture and Agribusiness Fund (AAF) ont prévu d'investir entre 4 millions et 15 millions de dollars par projet, tandis que les prises de participation de l'Agri-life Fund sont comprises entre 2 millions et 10 millions de dollars. Mais les quotas peuvent aussi concerner la répartition géographique des capitaux entre différentes provinces, ou lorsque le fonds a une politique d'investissement régionale, entre différents pays. Agri-life Fund a adopté de tels quotas, notamment comme l'explique la chargée d'investissement à Norfund, pour atteindre les pays les plus pauvres du continent :

« AD : Est-ce que vous incluez des quotas dans les politiques d'investissement ?

EE : Oui, ça fait souvent partir des négociations, la taille des transactions, les pays, les priorités, parfois il y a des montants minimums et maximums pour les différentes cibles. Pour Agri-life, il y a un quota d'allocation minimale des capitaux en Afrique du sud et nous voulions vraiment ajouter un quota maximum. Parce qu'on ne les veut pas trop en Afrique du sud, mais dans les pays pauvres. C'est le type de compromis que l'on doit avoir avec tous les investisseurs »<sup>29</sup>.

Enfin, les quotas encadrent parfois l'allocation des capitaux entre différentes activités agricoles ou différentes filières agroalimentaires. C'est le cas par exemple de la politique d'investissement du fonds AAF qui distingue les « agricultures primaires, secondaires et tertiaires », lesquelles correspondent aux différentes étapes des filières de production agroalimentaire<sup>30</sup>. Le contrat du fonds AAF stipule

---

<sup>29</sup> Entretien téléphonique EE, directrice du département « partenariats industriels et fonds de petites et moyennes entreprises », Norfund, 28 mars 2014.

<sup>30</sup> « L'agriculture primaire, essentiellement centrée sur la production alimentaire pour la consommation locale et régionale, regroupe le spectre complet des activités agricoles incluant le développement des terres arables, les céréales et les produits vivriers, l'élevage et la production laitière, l'aquaculture, les productions fruitières et légumières, la plantation et les huiles végétales (...) L'agriculture secondaire inclut les minoteries (blé et maïs), la transformation du soja, la raffinerie de sucre, la production de nourriture animale, les boissons, le conditionnement et la commercialisation. L'agriculture tertiaire comprend les infrastructures, la logistique, le

qu'au moins 25% des capitaux doivent être alloués à l'agriculture primaire, c'est-à-dire à la production de produits agricoles bruts. Ce découpage traduit une approche de l'agriculture par les filières dont les frontières semblent fixées arbitrairement ; par exemple le mandat du fonds inclut le financement des intrants et des engrais mais exclut les institutions de microfinance rurales et agricoles. En réalité, ces catégories et les quotas qui les encadrent sont le produit d'intenses négociations entre investisseurs et gestionnaires ou chacune des parties fait valoir ses objectifs et sa rationalité propre. D'un côté, les institutions financières de développement font valoir leur mandat politique en faveur de la sécurité alimentaire ou du développement agricole en Afrique et pousse donc pour s'engager dans la production primaire ; de l'autre côté, le gestionnaire met en avant ses impératifs de rendement sur un marché financier très concurrentiel, les risques propres aux investissements dans l'agriculture primaire<sup>31</sup> ou encore la durée de vie limitée des investissements qui conditionne le champ des possibles. Ainsi, par la voie de ces sociétés de gestion le dispositif *private equity* délimite les termes et les enjeux de cette négociation, ce qu'il est possible et ce qu'il n'est pas possible de faire. Finalement, le fonds AAF est dédié aux filières agroalimentaires, plutôt qu'au secteur agricole, avec l'obligation d'investir 25% des capitaux dans la production primaire. C'est donc la recherche d'un consensus entre ces parties qui a abouti à ce découpage du réel et à la mobilisation de quotas chiffrés.

Ensuite, outre l'intégration des quotas, les investisseurs et les gestionnaires s'accordent sur l'intégration d'un ensemble de normes et de références juridiques. Ces normes et ces clauses fixent un ensemble de procédures standards qui formalisent et « quadrillent » le processus d'investissement (ex. *due diligences*, recours à des consultants et des auditeurs externes...). Elles instaurent concrètement la « responsabilité procédurale » (Montagne 2006) des gestionnaires et un cadre de protection des investisseurs. Par exemple, les pactes d'actionnaires incluent souvent une clause qui oblige le gestionnaire à vendre ses participations dans les entreprises-cibles en dernier recours si c'est nécessaire pour faciliter la sortie du fonds. Ces normes juridiques sont très largement définies en dehors des sociétés de gestion et des institutions d'investissement au sein de cabinets juridiques d'affaires. Ces derniers comme Webber Wentzel sont présents dans de nombreux pays et sont les intermédiaires de marché dominant sur les marchés nationaux de *private equity* ; par conséquent, de telles normes juridiques constituent un « régime contractuel » (Suchman 2011) commun à la plupart des fonds et des firmes de notre panel.

Les contrats de partenariats de notre panel incluent aussi dans la majorité des cas des normes et des procédures sociales et environnementales afin d'une part de protéger la réputation des partenaires et d'autre part de garantir la portée développementaliste du fonds lorsque des IFD comptent parmi les investisseurs. Les normes et les codes de bonnes pratiques inclus sont repris soit aux institutions partenaires soit auprès des institutions de référence de l'investissement pour le développement. Les

---

*stockage, les semences, la sous-traitance, la protection des cultures, le financement des intrants et les engrais* ». (Garcin et Peltier 2013, 4).

<sup>31</sup> Risques climatiques, volatilité des marchés de produits agricoles, etc.



promoteurs du fonds AAF par exemple ont adopté des procédures d'évaluation environnementales et sociales calquées sur celle de la Banque Africaine de Développement l'un de ses promoteurs-investisseurs ; par ailleurs, les promoteurs du fonds ont inséré dans la documentation juridique plusieurs documents externes : le « *Voluntary guidelines on responsible governance of tenure of land, fisheries and forest in the context of national food security* » de la FAO (FAO 2012) et une procédure en matière de lutte anti-blanchiment et contre la corruption. Comme nous l'avons déjà mentionné, les « normes de performance en matière de durabilité environnementale et sociale » développée par l'IFC constitue le label de référence sur lequel s'accordent les parties :

« AD : Comment est-ce que vous intégrez les objectifs environnementaux et sociaux ?

EE : Ce sont les normes de l'IFC qui régulent tout. Toutes les institutions financières de développement suivent les mêmes procédures de l'IFC mais les investisseurs privés ne les connaissent pas bien. Donc les normes IFC vont être la limite. Ce qui inclut certains secteurs dans lequel on ne peut pas investir par exemple. C'est le cas pour Agri-life, c'est là-dessus que toute le monde est tombé d'accord »<sup>32</sup>.

Enfin des contrats de partenariat intègrent des innovations à la marge du dispositif du *private equity* afin de multiplier les impacts sur le développement. Aux côtés du fonds AAF, ses promoteurs ont ainsi créé une facilité d'assistance technique indépendante, en soutien aux populations locales situées autour des entreprises-cibles (voir encadré 3.4). Une telle innovation est promue par les institutions financières de développement et sont aujourd'hui reprises dans plusieurs autres fonds (Agri-life Fund II, AATIF). La facilité d'assistance technique doit permettre de concilier la rentabilité du *private equity* et le développement de l'économie locale.

#### Encadré 3.4 : La facilité d'assistance technique du fonds AAF

Selon ses promoteurs, la facilité d'assistance technique a pour mission de « (i) renforcer les capacités des PME et des petits exploitants agricoles, (ii) insérer les producteurs villageois dans les grandes filières agroindustrielles (organisation et structuration des filières) et (iii) améliorer leur accès aux marchés et aux financements afin d'accroître leur productivité et leurs revenus » (Peltier et Garcin 2013, 4).

Cette facilité est placée sous la tutelle de la FIDA tandis que l'ONG américaine Technoserve a été sélectionnée comme opérateur de terrain à la suite d'un appel d'offre (voir chapitre VI). Cette entité est indépendante d'AAF puisqu'elle dispose de son propre comité de pilotage qui doit valider les projets proposés par le gestionnaire du fonds et le gestionnaire de la facilité. Ce comité est composé des différents sponsors de la facilité, des gestionnaires (Mafissa, Dalvabank Agri) et du président du conseil de surveillance du fonds. Les promoteurs du fonds ont essayés de créer une synergie en regroupant le personnel de deux véhicules au sein d'un même bureau à Pretoria par exemple.

<sup>32</sup> Entretien téléphonique EE, directrice d'investissement, Norfund, 28 mars 2014.

La TAF est financée par un don de 10 millions de dollars de la part de l'Union Européenne, via EuropeAid, ainsi que grâce aux contributions de la coopération italienne au développement, pour \$160 000, de l'organisation des Nations-Unies pour le développement industriel (ONUDI), pour \$72 000, et l'« *Alliance for a Green Revolution in Africa* » (AGRA) pour \$115 000.

Les négociations entre gestionnaires et investisseurs portent donc principalement sur la définition d'un cadre contractuel de partenariat lequel fige les relations entre les parties tout au long de leur collaboration. Par la suite, les fonds et les firmes de *private equity* sont régulièrement audités par des cabinets indépendants sur la base de ces contrats.

Les capacités des investisseurs à négocier avec le gestionnaire et à réellement peser sur la définition du cadre partenarial d'une part et du produit financier d'autre part sont inégalement réparties d'un investisseur à l'autre mais aussi d'un projet d'investissement à l'autre.

Tout d'abord, le pouvoir de négociation des différentes parties est fonction du nombre d'acteurs engagés. Lorsque le partenariat se réduit à un face à face entre un investisseur et un gestionnaire comme dans le cas du fonds Granary Investments, le détenteur des capitaux est plus libre d'imposer ses vues et son modèle d'investissement<sup>33</sup>, et ce d'autant plus lorsque l'investisseur dispose de sa propre expertise comme le fonds de dotation d'Harvard en matière d'investissement dans les ressources naturelles. A l'inverse, lorsque les négociations sont conduites simultanément avec plusieurs investisseurs comme dans la majorité de nos études de cas, le gestionnaire détient un surcroît d'autorité en tant que médiateur entre une pluralité de demandes. La marge de manœuvre et le pouvoir d'arbitrage des gestionnaires sont d'autant plus grands que les investisseurs ont des identités professionnelles distinctes et ne peuvent constituer un front homogène face à eux. Par ailleurs, les négociations collectives favorisent l'émergence et la diffusion de quelques normes de référence, promues par les sociétés de consultance, reconnues et acceptées par tous, comme les normes environnementales et sociales de l'IFC. Au final, la cohabitation entre une pluralité d'investisseurs et leur engagement collectif au sein d'une même coalition repose sur la capacité du gestionnaire à construire puis à adapter à la marge un projet d'investissement dans lequel peuvent se reconnaître les différents investisseurs.

Par ailleurs, la capacité des investisseurs à peser dans les négociations est fonction de leurs capitaux culturels, économiques et sociaux et donc de leur position respective sur les marchés du *private equity*. Par exemple, l'IFC occupe une place centrale à la fois comme un important pourvoyeur de capitaux et comme régulateur via l'édiction des normes de performances. Par conséquent son engagement dans un fonds se traduit par un travail de mise en conformité du partenariat avec les normes dominantes en

<sup>33</sup> L'investissement d'Harvard se fait par projet, c'est-à-dire qu'il n'y a pas de délégation de capitaux à la société de gestion pour une période fixe mais le gestionnaire soumet directement des projets détaillés d'investissement à l'approbation du conseil du fonds de dotation.

vigueur dont elle se fait le garant et le promoteur. Dans le cadre de sa participation au capital d'Agri-life Fund, l'IFC affiche son activisme :

*« L'IFC assistera le gestionnaire pour structurer le fonds selon les meilleures pratiques internationales. L'IFC continuera à jouer un rôle critique en supportant les gestionnaires émergents afin de sécuriser leurs objectifs de capitalisation à la clôture finale à une période où les pourvoyeurs de capitaux se sont retirés du marché à cause de la crise financière. De plus, l'IFC assistera les gestionnaires pour établir les meilleures pratiques de gouvernance entrepreneuriale et les standards environnementaux et sociaux dans les entreprises-cibles. Enfin l'IFC va fournir une expertise régionale et industrielle aux entreprises-cibles »<sup>34</sup>.*

Mais tous les investisseurs ne disposent pas d'une telle expertise, reconnue dans le *private equity*, des réseaux de l'IFC ou encore de tels capitaux. Ainsi les fonds de pension publics du Swaziland qui occupent une place périphérique dans le champ, semblent beaucoup plus marginalisés lors des négociations autour de la constitution du fonds « *Swaziland Agriculture Fund* », et notamment par le gestionnaire :

*« AD : Est-ce que ces investisseurs locaux n'ont pas des exigences particulières ?*

*DV : Leur seule exigence, c'est qu'on leur donne la possibilité d'investir dans leur propre économie via ce canal ; alors que tous les ans c'est terrifiant de voir le volume de capitaux de ces fonds de pension qui fuient le pays vers l'Afrique du sud, et même la Namibie »<sup>35</sup>.*

En plus de leur expertise interne, les différents investisseurs se distinguent par leur capacité respective à recourir aux services de sociétés de consultance ou de cabinets d'affaires les plus reconnus dans le domaine<sup>36</sup>. La mobilisation des réseaux économiques pèse alors dans leur autorité sur les marchés du *private equity*. Outre les hiérarchies économiques, sociales et culturelles, les investisseurs potentiels sur le marché du *private equity* pour l'agriculture, se distinguent aussi selon leur prestige social et leur « capital symbolique »<sup>37</sup> sur le marché surtout entre les investisseurs « publics » et les investisseurs « privés ». En vertu du principe de l'effet levier, les institutions financières de développement tendent à restreindre leur participation afin d'attirer des investisseurs privés. Par conséquent, dans le cas de négociations croisées, les objectifs développementalistes sont souvent marginalisés par rapport aux objectifs commerciaux. Les gestionnaires sont les garants de l'effet levier et réalisent leur propre arbitrage comme dans le cas du fonds AAF où ils ont largement transformé le projet d'investissement préparé en amont par les deux institutions financières de référence, l'AFD et la BAD. CT, chef de

<sup>34</sup> Site de l'IFC, fiche du projet Agri-life : [http://ifcext.ifc.org/ifcext/spiwebsite1.nsf/projectdisplay/spi\\_dp27674](http://ifcext.ifc.org/ifcext/spiwebsite1.nsf/projectdisplay/spi_dp27674), consulté le 14 avril 2016.

<sup>35</sup> Entretien DV, partenaire senior, FUU, Le Cap, 14 août 2013.

<sup>36</sup> Comme Webber Wentzel ou Norton Rose Fulbright.

<sup>37</sup> Pierre Bourdieu définit le capital symbolique comme « une espèce d'avance que le groupe et lui seul peut accorder à ceux qui lui donnent le plus de garanties matérielles et symboliques » (Bourdieu 1972, 238). Autrement dit c'est une forme « dissimulée » du capital économique.

projet à l'AFD au sein de la division Agriculture, Développement Rural et Biodiversité revient sur la période de négociation initiale entre le gestionnaires et les IFD :

*« CT : C'est pendant les négociations avec le gestionnaire que le fonds a perdu son objectif de base. Au départ l'idée qui était née des discussions entre l'AFD et le FIDA, c'était une allocation 50/50 entre les PME et les grandes entreprises. Nous on a beaucoup insisté sur ce financement des PME/TPE parce que c'est à ce niveau-là qu'il y a un vrai besoin, pour des financements autour de 300 000 euros plutôt que de plusieurs millions... Les grosses compagnies peuvent toujours se financer sur les marchés privés. Mais finalement sous la pression du gestionnaire l'allocation s'est inversée, 90/10 en faveur des grosses entreprises (...) En ce qui concerne les thèmes du fonds, on souhaitait au départ qu'il puisse financer les institutions financières sur leur portefeuille agricole tant qu'elles rentraient dans la thèse d'investissement général. Et puis pour le mandat géographique, l'idée de départ était une allocation égalitaire entre les cinq grandes aires géographiques, mais là aussi le gestionnaire a imposé une allocation principalement sur les 3 zones de l'Afrique Australe, de l'Afrique de l'est et de l'Afrique de l'ouest, abandonnant plus ou moins les autres zones en particulier les cibles politiques prioritaires situées en Afrique centrale. En un an, Peltier et l'AFD ont cédé sur tous ces points... »<sup>38</sup>.*

Ainsi, face au point de vue développementaliste la société de gestion du fonds a fait évoluer le cadre du partenariat vers les entreprises et les économies les plus développées afin de garantir une rentabilité plus élevée aux investisseurs privés<sup>39</sup>.

Enfin, le cycle d'activité d'un fonds ou d'une firme de *private equity* pèse aussi sur le pouvoir de négociation des acteurs. En effet, plus l'engagement des investisseurs est précoce, plus ceux-ci pourront revendiquer un droit de regard sur la rédaction des contrats et une place dans les institutions de gouvernance du fonds. Les investisseurs qui rejoignent un projet d'investissement lors de la seconde clôture, tandis que les gestionnaires ont souvent commencé à réaliser leurs premiers investissements, ne peuvent amender la politique d'investissement et la documentation juridique.

La définition des termes du partenariat et la conception du produit financier sont donc fonction des rapports de force qui s'instaurent entre d'une part le(s) investisseur(s) et le gestionnaire-promoteur. L'état de ce rapport de force est entériné et figé dans le cadre d'un contrat de partenariat qui gouverne les relations entre ces différentes parties tout au long de la durée de vie de leur partenariat. Par ailleurs, les clauses, les normes et les classifications qui y sont intégrées jouent alors un rôle crucial dans le processus de sélection des investissements futurs et contribuent largement à définir le monde social dans lequel se meuvent les gestionnaires par la suite. Ainsi, les investisseurs institutionnels ne sont pas

---

<sup>38</sup> Entretien CT, chargé de mission, AFD, 24 octobre 2013.

<sup>39</sup> Pourtant les investisseurs privés ont contribué à moins de 1% des capitaux du fonds.

de simples consommateurs mais participent au contraire à la production et à la qualification des produits financiers de *private equity*. Lors des négociations ce qui est en jeu c'est la coconstruction d'une offre et d'une demande (Rabeharisoa, Meadel, et Callon 2000). Ils contribuent de plus à standardiser les produits en jouant le rôle de passeur de normes dans les différents projets dans lesquels ils investissent et à tisser des réseaux industriels qui incluent des consultants. Toutefois, leur engagement est restreint par les caractéristiques du *private equity* qui contraignent leurs marges de manœuvre respectives. Autrement dit, le dispositif du *private equity* est solidaire d'un « régime contractuel » (Suchman 2011) particulier qui délimite les termes et les enjeux de la négociation et dont les sociétés de gestion mais aussi les consultants et les acteurs externes se font régulièrement les porte-voix.

Finalement, la ratification des pactes d'actionnaires et des contrats de partenariat vient clore cette période de commercialisation du produit de *private equity*. Par la suite, le travail du gestionnaire s'oriente vers la mise en œuvre effective du projet d'investissement, que les investisseurs suivent à distance. Pour conclure il est intéressant de souligner que le prix du produit de *private equity* constitue une zone grise des négociations dans la grande majorité de nos études de cas. En effet, la rémunération du gestionnaire répond presque toujours à la norme commerciale du 2/8/20 ; autrement dit on note une très faible « concordance entre le prix et la qualité du produit » (Karpik 2007).

## **2. Identifier et cadrer une demande de capitaux**

Une fois que l'offre de capitaux est constituée sous la forme d'un fonds ou d'une firme de *private equity*, les gestionnaires s'engagent dans l'identification et la structuration d'une demande. Ces derniers s'engagent alors dans une phase d'identification, d'évaluation puis de négociation des opportunités d'investissement. Autrement dit, cette deuxième partie s'intéresse aux modalités concrètes de construction, par les gestionnaires, d'une demande de capitaux dans le secteur agricole (sud-) africain.

### **2.1. Les enjeux de l'identification des entreprises-cibles agricoles et agroalimentaires**

Les sociétés de gestion s'engagent dans une phase d'identification et de premier filtrage des entreprises-cibles. Cette première étape du cycle d'investissement des fonds et des firmes de *private equity* est déterminée d'une part par la structure de l'offre, c'est-à-dire les modalités et les contraintes liées à la circulation des capitaux dans le cadre du partenariat gestionnaire-investisseurs et d'autre part par la structure de la demande de capitaux dans l'agriculture et la position des sociétés de gestion par rapport à ce marché des entreprises agroalimentaires.

Afin d'identifier les potentiels des entreprises-cibles au sein desquelles ils pourront par la suite valoriser leurs capitaux, les sociétés de gestion de notre panel mobilisent plusieurs ressources. VD,

chargé d'investissement dans l'équipe de Dalvabank Agri, énumère les canaux à travers lesquels ils ont identifié leurs entreprises-cibles :

« AD : Comment identifiez-vous les entreprises-cibles ?

VD : Il y a beaucoup de moyens. Par les formulaires d'inscription bien sûr, sur notre site internet. C'est juste une des voies, nous avons beaucoup de demandes via notre site internet. Un autre réseau c'est à travers nos propres...appelle les, managers, directeurs ou partenaires, qui ont de très importants réseaux. Parfois ce réseau va jusqu'aux Etats-Unis, où ils connaissent des personnes qui connaissent d'autres personnes. C'est une autre source de notre deal flow. Moi, grâce à mon expérience de banquier d'investissement, j'ai vu beaucoup...Je parle fréquemment avec mes amis des banques d'investissement à propos des différentes transactions. En fait juste avant ton appel, j'étais en train de parler avec un banquier d'affaire nigérien qui essayait de me présenter quelque chose. Et puis comme nous sommes spécialisés dans l'espace des PME, tu vois beaucoup de fonds, de plus gros fonds, nous renvoyer une transaction parce qu'elle ne remplit pas leurs critères »<sup>40</sup>.

Les réseaux individuels des partenaires et des chargés d'investissement sont les vecteurs privilégiés d'identification des opportunités d'investissement<sup>mais</sup> la phase d'identification repose aussi sur l'auto-référencement des entreprises-cibles. En effet, la société Mafissa a mis en ligne un questionnaire pour les entreprises agricoles et agroalimentaires qui souhaiteraient postuler à une demande de financement auprès du fonds Agriculture and Agribusiness Fund<sup>41</sup>. Par ailleurs, il existe dans certains pays tout un réseau de consultants et d'intermédiaires de marché qui orientent les dirigeants d'entreprises vers les différentes sources de financement dont les fonds de *private equity*. C'est en Afrique du sud que le marché des transactions d'entreprises est le plus structuré et les intermédiaires de marché, à commencer par les principaux cabinets d'audit, y jouent un rôle prépondérant de mise en relation et d'assistance techniques<sup>42</sup>. Dans l'extrait ci-dessous, une auditrice du cabinet PricewaterhouseCoopers parle de leur rôle de facilitateur de marché pour leurs clients :

« CT : Nous avons un réseau international d'équipes dédiées à la finance d'entreprise. Et lorsque nous avons une demande de nos clients, pour la vente ou l'investissement dans une entreprise, dans l'agriculture ou n'importe quelle industrie, nous envoyons une demande par mail dans notre réseau international. Je reçois environ 10 à 15 mails par jour via ce réseau. Soit quelqu'un qui cherche à investir dans une entreprise ou qui aimerait faire une acquisition

<sup>40</sup> Entretien VD, chargé d'investissement, Dalvabank Agri, Johannesburg, 12 mars 2015.

<sup>41</sup> Le questionnaire comprend notamment des rubriques sur les activités de l'entreprise, le nombre d'employés, le chiffre d'affaire ou encore le montant du financement demandé et le projet financé.

<sup>42</sup> Toutefois on retrouve de tels intermédiaires dans d'autres pays d'Afrique sub-saharienne comme à Madagascar par exemple: « AD : Comment AAF et guanomad se sont rencontrés?

AR : En fait on a collaboré avec STHM ici à Madagascar. C'est un cabinet spécialisé dans les recherches. Ils ont différents domaines d'activité mais on a collaboré avec eux pour trouver l'investisseur idéal. Ils ont fait une petite palette, et on a fait notre choix après ». Entretien téléphonique AR, directeur financier, Guanomad, 4 mars 2015.

*dans une industrie ne particulier. Donc on travaille beaucoup au niveau global...avec des équipes de private equity autour du monde qui recherchent différents actifs, et l'agriculture fait partie de ça. Et puis ensuite nous les assistons tout au long du processus, de l'identification de l'entreprise, ou en garantissant l'entreprise jusqu'à ce qu'ils achètent et prennent des parts dans le business agricole...Dans les dernières années on a vu, tu sais l'agriculture africaine...c'est devenu une chose importante. La plupart des entreprises de private equity voudrait être impliquées dans l'agroalimentaire »<sup>43</sup>.*

Enfin, les sociétés de gestion sont particulièrement attentives à certains signaux comme par exemple les « noms-objets » (Champenois 2011) des dirigeants mais surtout les actionnaires des entreprises-cibles. En effet, la présence d'investisseurs institutionnels reconnus au capital d'une entreprise apparait comme une garantie pour les sociétés de gestion. Par exemple, la société de gestion Agri-life s'est engagée aux côtés de l'IFC dans l'entreprise éthiopienne Africa Juice et aux côtés de deux fonds de *private equity* et de deux fondations dans l'entreprise tanzanienne Mtanga Foods (GIIN 2011). Finalement, l'identification des entreprises-cibles est une activité à plein temps qui nécessite, selon les chargés d'investissement, une attention permanente y compris dans leurs activités quotidiennes en dehors du travail. La prochaine opportunité peut être « au coin de la rue », comme par exemple Fairfield Dairy que l'un des partenaires de la société de gestion Agri-life a repéré via leur panneau sur le bord de l'autoroute.

Les gestionnaires composent donc avec leurs réseaux et leur inégale capacité à identifier des opportunités sur le marché. Après la phase d'identification, les gestionnaires s'engagent dans la phase d'évaluation de l'entreprise-cible, guidés par les procédures de *due diligences*.

## **2.2. Les procédures de due diligences**

Les *due diligences* sont des procédures séquentielles et standardisées d'évaluation des risques et des rendements. A cette occasion, les équipes de gestion du fonds ou de la firme de *private equity* vont « déshabiller l'entreprise » (Vilgrain 2011) afin d'évaluer sa capacité à valoriser leurs capitaux. Les *due diligences* sont des procédures d'enquête, c'est-à-dire de collecte, de traitement et de mise en forme des données dans le cadre d'un investissement. A l'issue de l'enquête, la société de gestion produit un récit sur l'entreprise afin de convaincre le comité d'investissement de la pertinence de l'investissement.

Les *due diligences* mobilisent un ensemble disparate de matériaux d'enquête : les archives comptables de l'entreprise, des entretiens avec les clients et/ou avec les concurrents, des visites sur le site de l'entreprise, des entretiens avec les directeurs de l'entreprise, les textes de la juridiction locale, des échantillons de la terre et/ou des produits agricoles, des études de marchés. De tels matériaux sont

---

<sup>43</sup> Entretien CT, auditrice, PwC, Cape Town, 18 mars 2015.

collectés par un personnel hétérogène, à la fois issu des sociétés de gestion (chargé d'investissement, ingénieur agronome) mais aussi de sociétés de consultances et de prestataires de services démarchés pour l'occasion. La société de gestion centralise les données et progressivement les compile et les pondère au sein d'un modèle financier qui doit aboutir à la « juste valeur » de l'entreprise<sup>44</sup>. Les *due diligences* articulent donc la valeur présente et la valeur future de l'entreprise en intégrant les enjeux commerciaux du *private equity*. Nous reviendrons successivement sur les volets quantitatif puis qualitatif des *due diligences*.

### **2.2.1. Une enquête quantitative : cadre d'analyse et matériaux des due diligences**

Le volet quantitatif se décompose en deux temps : la collecte des données et l'analyse des données

#### **2.2.1.1. La collecte des données**

La société de gestion collecte puis « traduit » plusieurs types de matériaux et de données avant de les intégrer dans une matrice financière standardisée et dans divers cadres d'analyses.

Premièrement, les chargés d'investissement mobilisent les bilans comptables passés des entreprises pour analyser d'une part la valeur des actifs et d'autre part les flux de trésorerie. Souvent, ils remontent plusieurs années en arrière afin d'observer le « *rythme de croisière de l'entreprise* »<sup>45</sup> c'est-à-dire son rythme de croissance<sup>46</sup>. Les sociétés de gestion traitent les données comptables avec précautions car elles craignent une manipulation de la part des dirigeants d'entreprises en leur faveur tout particulièrement pour les petites et moyennes entreprises en milieu rural<sup>47</sup>. Par conséquent, elles recourent toutes aux services de cabinets d'audit et d'experts comptables afin de faire auditer les résultats de l'entreprise. L'audit des comptes consiste à conduire une analyse approfondie du bilan comptable de l'entreprise à travers notamment des évaluations des actifs de l'entreprise et des comparaisons par rapport aux ratios en vigueur dans l'industrie concernée. En ce qui concerne les exploitations agricoles en Afrique du sud, les sociétés de gestion ont recours aux services d'un évaluateur externe spécialisé.

Deuxièmement, le personnel des sociétés de gestion, assisté de consultants juridiques externes vérifie toute la documentation juridique relative à la gouvernance et aux activités commerciales de l'entreprises : contrats avec ses clients et ses fournisseurs ; contrat de travail de ses employés ; statut de l'entreprise ; titre de propriété ; relevés d'imposition. Dans le cas des exploitations agricoles en

---

<sup>44</sup> La juste valeur d'un actif repose sur le principe généralisé d'une actualisation des flux de trésorerie à leur valeur présente.

<sup>45</sup> Entretien téléphonique AR, directeur financier, Guanomad, 4 mars 2015.

<sup>46</sup> Dans le cas de l'acquisition de l'entreprise Guanomad par le fonds AAF-SME en 2013, la société de gestion Dalvabank Agri est remontée ainsi jusqu'en 2008, soit avant la crise politique et économique à Madagascar, afin d'observer l'entreprise dans un contexte « normal ».

<sup>47</sup> « *Les entreprises agricoles sont relativement petites, mal régulées, sans accès aux sources de financement public et les procédures de contrôle de gestion sont relativement mal développées (...) Ces caractéristiques inhérentes aux entreprises agricoles et agroalimentaires aggravent les risques financiers et opérationnels de l'entreprise et peuvent compromettre la robustesse des informations fournies* » (FUU 2008).



Afrique du sud par exemple, deux enjeux juridiques font l'objet d'une attention particulière : les demandes de restitution d'exploitations agricoles par des individus ou des communautés rurales dans le cadre de la réforme foncière postapartheid (Anseeuw, Liebenberg, et Kirsten 2015) ; et les droits sur l'eau –*water rights*– qui garantissent un volume d'eau disponible chaque année pour la production agricole. Le volet juridique des *due diligences* porte aussi sur la législation nationale de l'entreprise-cible, comme par exemple les mécanismes de protection des investisseurs étrangers.

Troisièmement, les chargés d'investissement et les partenaires étudient le ou les marché(s) sur lesquels sont positionnées les entreprises-cibles. La société de gestion analyse l'état de l'offre et de la demande pour un produit particulier au niveau local, national ou international d'une part, la position de l'entreprise et ses avantages compétitifs face à ses concurrents d'autre part. L'objectif est de déterminer le potentiel de croissance et la capacité de l'entreprise à conquérir de nouvelles parts de marché comme l'explique KG, chargé d'investissement chez Dalvabank Agri:

*« KG : On regarde aussi le business comme un tout, en essayant de voir comment ils sont positionnés sur leur marché local. C'est-à-dire est ce qu'ils sont leaders sur leur marché, est ce qu'ils ont une position forte qui va nous donner quelque chose avec lequel travailler, quelque chose que l'on va pouvoir améliorer. Tu sais, c'est toujours bon pour nous que les entreprises aient des positions fortes sur le marché »<sup>48</sup>.*

Quatrièmement, les gestionnaires collectent des informations relatives aux risques techniques propres à l'activité de production de l'entreprise. Dans le cas des exploitations agricoles, un personnel spécialisé réalise des analyses du sol, des plantes, des perturbations climatiques et vérifie l'état du système d'irrigation et des infrastructures de production. Outre leur collecte, le personnel technique se doit aussi de « traduire » ces données afin de les rendre intelligibles à tous au sein des sociétés de gestion. A ce titre la société de gestion FUU a mis en place une grille de notation où chaque note correspond à un potentiel productif et à une valeur particulière comme l'explique AB, l'ingénieur agronome de la société :

*« AD : Quelles données est ce que vous collectez pour les due diligences ?*

*AB : D'abord je commence avec les frontières de l'exploitation, et ce n'est pas évident parce que des fermiers ne savent pas exactement où se situe la limite de leur exploitation. Et puis ensuite, on analyse chaque parcelle, pour déterminer où nous allons allouer de la valeur. Je vais approfondir l'analyse en évaluant chaque parcelle avec notre système de notation, c'est un système A/B/C/D. A est une parcelle avec très fort potentiel et en très bon état. B est une parcelle qui requiert certaines améliorations...il faut changer le mode de gestion pour en faire une parcelle A. C'est une parcelle qui requiert d'importants changements...Par exemple nous devons mettre en place un système de drainage ou un système d'irrigation. Enfin D, nous*

---

<sup>48</sup> Entretien téléphonique KG, chargée d'investissement 1, Dalvabank Agri, 3 mars 2015.

*n'allouons aucune valeur à cette parcelle, cette terre n'a pas de potentiel agricole pour nous. On va juste payer la valeur minimum pour cette parcelle. Puis je compare les rendements de l'exploitation avec les standards nationaux. Enfin je regarde les droits sur l'eau, quels types de droits sont alloués et comment est-ce qu'ils sont répartis entre les parcelles »<sup>49</sup>.*

A travers cet extrait d'entretien on perçoit bien que les connaissances mobilisées ne sont pas seulement relatives à l'exploitation agricole visée mais plus généralement au marché du foncier agricole sud-africain d'une part et à la productivité du secteur agricole dans son ensemble. En effet, les données nationales permettent d'établir une *benchmark* à partir de laquelle sont évaluées les performances des exploitations.

Cinquièmement, les sociétés de gestion appliquent des procédures d'évaluation des risques environnementaux et sociaux conduites par des évaluateurs externes spécialisés. La compagnie sud-africaine Environmental Business Solution effectue des missions de consultance et d'évaluation pour plusieurs fonds et firmes de notre panel ; la consultante en charge de l'agriculture revient dans l'extrait suivant sur le déroulé des *due diligences* sociales et environnementales qu'elle a conduit :

*« En général les gestionnaires sont dans le flou en ce qui concerne les enjeux environnementaux et sociaux, donc on commence par poser des questions pour déterminer les vrais enjeux...sur la taille des exploitations, le nombre d'employés...On fait nos recherches sur l'historique de l'exploitation, on va la voir sur Google Earth...Tout ça pour préparer la visite de terrain. Ensuite nos due diligences nous prennent en moyenne un jour...Crois le ou pas, on peut évaluer les principaux risques ESG en un jour...Après ça dépend de la taille des exploitations bien sûr ! Pendant cette journée on visite le siège et on a un entretien avec le directeur...On passe beaucoup de temps aux ressources humaines à consulter les contrats ; parfois on s'entretient avec le gestionnaire des opérations si on a des demandes plus précises, par exemple sur le type de nutriments qu'ils utilisent. Et puis ensuite on passe à la visite de terrain ou j'essaie de rencontrer les employés, les délégués syndicaux lorsqu'il y en a, les communautés. A la fin de la journée on retourne au siège et on peut demander des précisions par rapport à ce que l'on a vu...C'est incroyable ce que l'on peut faire en une seule journée ! »<sup>50</sup>.*

Enfin, sixièmement les sociétés de gestion mobilisent toute une « infrastructure de marché » (MacKenzie 2006) afin de situer les performances d'une entreprise particulière sur un marché et par rapport à ses concurrents. Il existe plusieurs sources d'information à la disposition des sociétés de gestion pour effectuer de telles comparaisons. Tout d'abord, les entreprises cotées sur le JSE ont l'obligation de publier leur résultat audité chaque semestre et constituent donc une référence en libre

<sup>49</sup> Entretien téléphonique AB, responsable de la recherche agronomique, FUU, 1<sup>er</sup> avril 2015.

<sup>50</sup> Entretien JW, consultante spécialisée dans l'agriculture, EBS, Johannesburg, 18 juillet 2014.

accès. La société de gestion russellwater par exemple utilise les données des entreprises agroalimentaires cotées pour calculer le cout du capital dans son modèle d'évaluation<sup>51</sup>. Ensuite, les gestionnaires se réfèrent largement à des guides et des manuels de référence afin de calculer les indicateurs et les *benchmarks* de leur matrice financière. Le cabinet d'audit PricewaterhouseCoopers publie et actualise régulièrement deux manuels : l'un sur les méthodes d'évaluation en vigueur chez les principaux investisseurs sur le continent africain (PricewaterhouseCoopers 2012), et l'autre sur les performances des principales entreprises agroalimentaires sud-africaines (PricewaterhouseCoopers 2014). Ces manuels contribuent largement à diffuser des cadres de pensée stabilisés et des consensus normatif au sein de l'industrie financière (sud)-africaine et permettent ainsi la modélisation financière en fournissant des indicateurs de référence notamment pour le calcul du taux d'actualisation<sup>52</sup> des investissements. Enfin, lorsque des investisseurs s'engagent dans un pays étrangers, le taux d'actualisation intègre aussi le risque politique sous la forme d'un *risk premium*. Là encore il existe des locuteurs légitimes comme le cabinet McKinsey ou l'agence d'intelligence économique et financière Bloomberg qui produisent et diffusent de tels indicateurs au sein de toute l'industrie financière.

Les procédures de *due diligences* s'étalent souvent sur plusieurs mois. Dans l'extrait ci-dessous le directeur financier de l'entreprise Guanomad revient sur la période des *due diligences* conduites par la société de gestion Mafissa en mettant en lumière la diversité de leurs interlocuteurs et le caractère très méticuleux de l'enquête :

« AD : Comment se sont déroulés les *due diligences*?

AR : Il y a l'aspect purement financier. Donc il y a eu des experts financiers d'AAF qui sont venus examiner nos comptes; il y a eu le partenaire senior qui est venu à Madagascar. Et il y a eu des spécialistes en environnement qui ont participé aux études réalisées autour de l'impact environnemental de l'activité de Guanomad. C'est du assez classique; les financiers sont venus examiner les documents financiers, les comptes, auditer les résultats, visiter les intermédiaires. Les spécialistes en environnement étaient descendus sur nos sites d'exploitation pour voir un peu comment ça fonctionne...Ils ont aussi exigé de nous qu'un cabinet indépendant fasse une étude d'impact environnemental; et ils ont exigé le document pour eux. Ça c'était je dirais le préambule à l'investissement. Et à ma connaissance ça a pris....environ 12 mois pour finaliser tous les dossiers. C'était vraiment des équipes très méticuleuses. Il y a eu des études vraiment ligne par ligne concernant la comptabilité, les analyses de compte... »<sup>53</sup>.

---

<sup>51</sup> Dans le cadre du modèle *capital asset pricing model*.

<sup>52</sup> Notamment le taux sans risque, des premiums pour la faible liquidité et l'étroitesse de la capitalisation.

<sup>53</sup> Entretien téléphonique AR, directeur financier, Guanomad, 4 mars 2015.

Ainsi les procédures de *due diligences* mobilisent un vaste panel de « professionnels de l'enquête ». En effet, la collecte des informations et des connaissances évoquées, mobilise tour à tour des cabinets d'audit, des évaluateurs indépendants, des cabinets d'avocats d'affaire, des experts techniques agricoles ou bien encore des consultants environnementaux et sociaux. En ce qui concerne ces derniers, on assiste à un essor du marché du conseil et de l'évaluation environnementale et sociale ou se côtoient de nouvelles entreprises de consultance qui cherchent à accompagner l'essor des fonds de *private equity* sur le continent africain, comme la compagnie sud-africaine Environmental Business Solution, mais aussi des organisations plus anciennes qui « recyclent » leurs compétences. Par exemple, l'International Labor Office (ILO) est chargé des *due diligences* environnementales et sociales pour le compte du fonds AATIF.

Ensuite, des compagnies de services et d'intelligence agricole, initialement dédiées à l'assistance technique auprès des agriculteurs commerciaux et émergents, développent leur gamme de services en matière de *due diligence*. C'est par exemple le cas de la compagnie Optimal Agricultural Business Systems (OABS) qui a réalisé la partie technique des *due diligences* d'Afagri pour le compte de la holding Agriteam. Ces entreprises se caractérisent par leur habilité à traduire les enjeux techniques en problématiques financières chiffrées. Une compagnie comme OABS mobilise un large panel de consultants qui sont pour la plupart professeurs au sein des départements d'économie agricole des principales universités sud-africaines<sup>54</sup>. Ces entreprises jouent un rôle moteur dans l'essor du marché des actifs agricoles via la promotion d'innovations techniques notamment en matière d'intelligence du marché. Par exemple la compagnie « Our source » est actuellement engagée dans la construction d'une base de données qui centralise les informations sur les performances économiques et financières des exploitations agricoles sud-africaines.

La capacité des sociétés de gestion de *private equity* à évaluer et sélectionner les opportunités d'investissements dépend donc en grande partie de cette infrastructure de marché qui leur permet de collecter les données et de les traduire, mais aussi comme nous allons le voir à présent de calculer et donc d'agir. Selon Marlène Benquet, le caractère collectif des *due diligences* vise à faire advenir une croyance collective quant au futur développement de l'entreprise en s'appuyant sur la légitimité de ces acteurs externes pour construire un récit et une valeur (Benquet 2015).

#### 2.2.1.2. L'analyse des données

Les données collectées sont analysées par les gestionnaires à deux niveaux distincts : l'entreprise et le portefeuille. Tout d'abord, à partir des différentes données collectées, les sociétés de gestion

---

<sup>54</sup> Le professeur L. par exemple est titulaire d'un doctorat en économie agraire. Au cours de sa carrière il a passé près de 20 ans (1984-2003) à la tête du département *agribusiness* de la banque ABSA avant de rejoindre le département *agricultural economics* de l'Université de Pretoria dont il est l'un des professeurs. En parallèle, il offre ses services de consultant notamment en matière d'investissement agricole par le biais de la compagnie OABS.

produisent un récit sur l'entreprise. Cette deuxième étape des *due diligences* est confiée exclusivement aux gestionnaires qui centralisent et mettent en forme tous les matériaux. Le chargé d'investissement est alors le « chef d'orchestre » autour duquel gravitent tous les autres acteurs engagés dans les *due diligences* comme le raconte l'un d'entre eux employé par FUU :

« AD : *Quelles ont les données que tu utilises pour les due diligences ?*

TR : *En gros en fait, ta question elle est intéressante parce que le chargé d'investissement ou le chargé d'analyse, qu'est-ce qu'il est en fait, c'est une espèce de chef d'orchestre, ou plutôt un dépositaire d'informations. Toutes les informations que ce soit les taxes, le légal, l'agronomique, sur l'opérateur, vont aboutir chez lui, et lui il va concentrer ça et créer une histoire autour de ça. Et donc les informations qu'il me faut...pour vendre l'histoire. Et pour ça il y a différentes parties prenantes et on commence par la propriété. Je travaille avec l'agronome qui est beaucoup plus technique et lui en fait il essaye de me traduire dans un langage beaucoup plus...meanstream, tous les trucs techniques. Moi ce que je veux savoir sur la propriété, c'est combien de droits d'accès à l'eau, quel genre d'eau est alloué à la propriété, quelle est la taille de la propriété, qu'est ce qui est planté sur la propriété, quelles sont les infrastructures, tout ce qui est package, tout ce qui est logement, etc. Et après je regarde sur l'historique. Généralement on achète des fermes qui ont déjà été développées, donc on regarde l'historique de productivité des...végétaux, je ne sais pas comment on appelle ça. Et puis on regarde aussi s'ils ont des projections. Pour essayer de comprendre qu'est-ce qu'il s'est passé sur cette propriété au cours des 10 dernières années en fait. Et après, à ce stade là on a déjà un prix. Ils nous disent, nous on veut cette propriété pour 100 par exemple. Pendant ce temps-là, nous on envoie un évaluateur, et si tu veux, la plupart des informations sur la propriété physique elle-même, on les retire de l'évaluation en fait. Dans son rapport il présente la propriété ; il n'évalue pas la propriété, pour le moment en Afrique du sud, il n'évalue pas la propriété comme un actif économique, il l'évalue comme un actif physique »<sup>55</sup>.*

Ainsi, le travail de sélection, de hiérarchisation et de mise en forme des données, opéré par le gestionnaire permet à la fin d'obtenir une valeur de l'entreprise. L'enjeu est de calculer un juste prix en prenant en considération à la fois les caractéristiques de l'entreprise et les exigences commerciales du fonds ou de la firme de *private equity*.

Pour cela, les sociétés de gestion mobilisent principalement la méthode d'évaluation par actualisation des flux de trésorerie- *discount cash-flow* (DCF). Comme l'explique Liliana Doganova :

« *cette technique consiste à calculer la valeur d'un projet en estimant les flux monétaires (coûts et revenus) que le projet générera dans le futur et en réduisant ces flux d'un facteur (le taux d'actualisation) du fait de leur caractère lointain et incertain* » (Doganova 2015, 20).

---

<sup>55</sup> Entretien TR, chargé d'investissement, FUU, Le Cap, 23 mars 2015.

Cette formule d'évaluation des entreprises repose sur trois hypothèses mises en lumière par Liliana Doganova : dériver la valeur présente d'une entreprise ou d'un projet à partir du futur, une dévalorisation exponentielle des flux de revenus futurs et l'incapacité des acteurs à contrôler et adapter les flux de revenus au fur et à mesure (Doganova 2015).

Dans la formule DCF, le taux d'actualisation est le paramètre clef qui permet de convertir des flux de revenus futurs en une valeur présente de l'entreprise. Le taux d'actualisation correspond au coût moyen pondéré du capital -*Weighted Average Cost of Capital*, c'est-à-dire le taux de rendement minimum attendu par les investisseurs. Comme le souligne Marlène Benquet, la méthode DCF est « une construction régressive du prix en fonction du TRI attendu et du mode de financement nécessaire pour l'atteindre » (Benquet 2015, 10). Les gestionnaires fixent le taux d'actualisation à partir d'une méthode de calcul standard ; afin de converger vers les attentes de rendement de leurs clients, ils élaborent différentes hypothèses et sélectionnent les données qu'ils intègrent dans leur formule (voir encadré 3.4). Les gestionnaires calculent ensuite le « niveau de rémunération des fonds propres » au sein d'une matrice d'évaluation qui prend la forme d'une feuille de calcul informatique pré-formatée. Les matrices financières qui formatent le travail d'évaluation (Boussard 2013) sont donc « des produits de l'entreprise » (Benquet 2015). Les données relatives aux entreprises-cibles sont alors testées au sein de la matrice du gestionnaire qui à partir de plusieurs scénarios de développement de l'entreprise construit une « palette de valeur » (Doganova 2015).

Tableau 3.3 : La matrice d'évaluation de la société de gestion russellwater Agri (RussellwaterAgri 2013, 1)

Evaluation exploitation agricole Normandien, Kwazulu Natal, Afrique du sud				
Synthèse du DCF :	Rand	Dollar US	Principales hypothèses :	
Taux de retour interne	8,1%	8,1%	Taux sans risque	8%
Valeur présente nette (NPV' 000)	325	36	Période d'actualisation	9,5 ans
Période de remboursement (années)	6,81	6,81	Taxes	28%
Valeur présente	77 297	8 494	Taux d'actualisation de la valeur présente	12,5%

L'encadré ci-dessus reprend à gauche les indicateurs produits par l'évaluation DCF d'une exploitation agricole et à droite les principales hypothèses à partir desquelles le gestionnaire a construit son

modèle. L'objectif est de déterminer la valeur présente de l'exploitation à partir de l'actualisation de ses flux de trésorerie, entrants et sortants, au cours de la période d'investissement, fixé à 9 ans et demi.

Le taux d'actualisation, ou coût moyen pondéré du capital, correspond à la somme du coût de l'endettement et du coût des fonds propres pondérés par leur poids respectif dans la structure de financement de l'entreprise. Le coût des fonds propres est calculé selon le modèle *Capital Asset Pricing Model*, lequel intègre deux paramètres :

- Un investissement sans risque, en l'occurrence l'obligation d'Etat R157<sup>56</sup> qui rapporte 8% par an, lequel équivaut au retour minimum que peuvent espérer les investisseurs.
- Un indice de la volatilité de la valeur de l'entreprise –le beta- calculé par rapport à la volatilité moyenne du cours des actions sur la bourse de Johannesburg des entreprises agricoles et agroalimentaires (en l'occurrence Afgri, Illovo, Pioneer, etc.).

A partir de ces données, la société de gestion russellwater a fixé un taux d'actualisation à 12,5%. En appliquant celui-ci, la valeur présente de l'exploitation est fixée à environ 77 millions de rands. Ce tableau est la synthèse d'un important fichier Excel qui intègre tous les flux de trésorerie (entretien de l'exploitation, programme de modernisation, coût du personnel, vente des produits agricoles, etc.). Ainsi, les gestionnaires peuvent modifier les différentes variables et voir ainsi les impacts sur les indicateurs de référence.

Dans le cadre de nos études de cas, la formule DCF n'est pas toujours utilisable par les sociétés de gestion. En effet la méthode suppose l'existence de données historiques fiables qui renforcent la prédictibilité des flux de revenus futurs. Si les exploitations laitières se prêtent bien à de telles anticipations ça n'est pas le cas de tous les projets comme l'explique TR, chargé d'investissement chez FUU :

*« TR : DCF c'est surtout...convient surtout quand t'as une espèce d'historique derrière. Mais si c'est un espèce de projet vierge, c'est un peu compliqué. Moi tu vois je peux faire un DCF sur mes vaches laitières, je sais qu'au bout de 10 ans mes vaches vont être productives ; une vache c'est comme un équipement. Nous on n'investit pas dans les vaches mais tu vois tu te dis cette ferme elle peut produire 10 millions de litres par an. Une vache elle ne peut pas tout d'un coup faire 100 litres, une vache c'est 30 litres par jour. D'une certaine façon c'est simple mais il faut y arriver, il faut connaître tous les paramètres. Parce que DCF ce qui est important c'est tous les paramètres que tu utilises, il faut qu'ils soient solides »<sup>57</sup>.*

Les gestionnaires jonglent donc avec les différents indicateurs et les différentes formules pour définir la juste valeur d'une entreprise. Dans le cas du fonds AAF-SME, la société de gestion privilégiée une

<sup>56</sup> Alors qu'il existe d'autres obligations d'Etat qui sont parfois utilisées par d'autres fonds ou firmes d'investissement dans leurs modèles (PricewaterhouseCoopers 2012).

<sup>57</sup> Entretien TR, chargé d'investissement, FUU, Le Cap, 23 mars 2015.

méthode d'évaluation des entreprises par les multiples de l'EBITDA - *earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*. Comme le rappelle Valérie Boussard

« l'EBITDA est un agrégat comptable, issu de la comptabilité anglo-saxonne, qui mesure un profit avant retranchement des charges fiscales et financières (...) Ici ce n'est plus le bilan qui est central, mais le compte de résultat dans lequel apparaît l'EBITDA réalisé » (Boussard 2013, 7).

Pour calculer la valeur d'une entreprise à partir de la méthode des multiples il faut alors multiplier son EBITDA avec un multiple de référence déterminé à partir de transactions d'entreprises jugées similaires. L'usage d'une telle méthode est privilégié sur les marchés liquides qui comptent suffisamment de transactions pour définir un multiple de référence. La méthode des multiples de l'EBITDA se distingue de la méthode DCF dans son rapport au temps et dans son rapport au marché, puisque la valeur de l'entreprise est dans ce cas dérivée des transactions passées. Toutefois, les deux méthodes partagent plusieurs caractéristiques communes. Premièrement, elles se focalisent sur les performances de l'entreprise et se distinguent donc de la méthode d'évaluation patrimoniale qui évalue l'entreprise à partir de ses actifs. Deuxièmement, ces deux formules entretiennent « l'illusion de la liquidité » des entreprises qui sont alors perçues du point de vue des investisseurs comme des marchandises librement échangeables (Chiapello 2014). Ces formules participent alors à la production de la commensurabilité entre les entreprises. En effet, en les réduisant toute à une valeur numéraire il devient dès lors possible de les comparer les unes aux autres malgré la diversité de leur activité, et les investisseurs peuvent alors réaliser leur arbitrage. Les formules DCF ou des multiples de l'EBITDA autorisent ainsi un processus de « commensuration ». Grace à la traduction opérée par les chargés d'investissement, les gestionnaires et les investisseurs peuvent comparer les entreprises les unes par rapport aux autres et prendre la décision d'investir.

Les méthodes DCF et des multiples de l'EBITDA sont très largement utilisées par les gestionnaires de notre panel et s'apparentent à des « *dispositifs légitimes de mesure de la valeur* » (Boussard 2013, 16)<sup>58</sup>. Pourtant lors de nos entretiens et de nos observations sur le terrain, plusieurs membres du personnel des sociétés de gestion ont mis en doute les capacités réelles de ces méthodes d'évaluation à déterminer la valeur réelle de l'entreprise. L'évaluation des entreprises ne reposerait alors pas seulement sur ces dispositifs financiers standardisés mais aussi sur les compétences individuelles des partenaires et des chargés d'investissement comme le reconnaît un chargé d'investissement de la société Dalvabank Agri:

---

<sup>58</sup> Cependant cette légitimité est contestée et peut faire l'objet de controverses. Par exemple, l'*economic value added* (EVA) s'est imposée à la fin des années 1990 comme le dispositif de référence de mesure de la valeur (Lordon 2000). Pourtant aujourd'hui, celui-ci n'est aujourd'hui plus utilisé au sein de l'industrie financière en Afrique du sud et en Afrique sub-saharienne (PricewaterhouseCoopers 2012).



« Les compétences individuelles entrent aussi en jeu (pour l'évaluation). Par exemple, notre partenaire senior a une expérience dans la banque d'investissement plutôt que dans les acquisitions d'entreprise....Donc il peut voir de la valeur dans les actifs tandis que beaucoup, à partir d'une méthode d'évaluation financière n'investiraient pas. A partir du potentiel du business qu'il voit, et le marché qu'il voit et la manière dont nous pouvons adapter ce business. Donc ça n'est pas simple... Ça n'est pas simplement un jeu de chiffres. Au moins pour notre fonds dédié au PME, on ne se base pas seulement sur ça, parce que justement on a à faire avec des PME en Afrique, et les informations peuvent être très difficiles à collecter, s'il y en a. Parfois, elles sont même fausses. Donc, lors des due diligences, ou lorsque l'on discute avec les dirigeants, nous avons des gages sur comment l'entreprise fonctionne. Quel est le marché potentiel ? Ca détermine beaucoup notre décision d'investir plutôt qu'une évaluation seulement fondée sur les multiples »<sup>59</sup>.

Comme l'a montré Liliana Doganova dans le cas de la formule DCF, l'usage généralisé des formules d'évaluation ne doit pas s'analyser par rapport à sa supposée efficacité, mais plutôt en vertu de la capacité qu'elle confère au gestionnaire pour exprimer une valeur, pour réduire l'incertitude et donc pour agir sur le marché. En somme, de telles formules participent activement à l'appariement entre une offre et une demande de capitaux. L'appariement se fait à travers le prisme des investisseurs et de leur « convention d'évaluation financiarisée » comme la formule DCF (Chiapello 2014).

Dans un deuxième temps, l'analyse des données collectées et produites lors des *due diligences* est aussi l'occasion d'évaluer la complémentarité de l'entreprise dans le portefeuille du fonds ou de la firme de *private equity*. En effet, les sociétés de gestion de notre panel constituent des portefeuilles d'entreprise qui oscillent entre 4 et 12 entreprises<sup>60</sup>. Comme les investisseurs institutionnels, le gestionnaire met en pratiques les principes de la théorie moderne du portefeuille, fondée sur la diversification des actifs afin de réduire les risques. Ainsi, le CroissanceFutureAgri Fund I détient 4 exploitations agricoles, situées dans 4 provinces différentes (Cap occidental, Cap du nord, Kwazulu Natal, Limpopo), lesquelles produisent différentes cultures : raisin, citrons et agrumes, pommes, pêches. La diversification permet de gérer les risques climatiques à moindre coûts, tandis que les producteurs indépendants sont de plus en plus incités à utiliser des instruments coûteux comme les assurances climatiques (Isakson 2015).

Sur le marché des actions, les investisseurs peuvent calculer la variance et la covariance grâce notamment à la formule du *capital asset pricing model* et aux données financières en accès libre. A l'inverse dans nos études de cas, il est difficile de mettre en œuvre une stratégie de diversification « scientifique » entre des entreprises pour lesquels les informations sont difficiles d'accès. Par conséquent, les gestionnaires de notre panel évaluent la diversification de leur portefeuille au niveau

---

<sup>59</sup> Entretien VD, chargé d'investissement 2, Dalvabank Agri, Johannesburg, 12 mars 2015.

<sup>60</sup> Respectivement pour les fonds des sociétés de gestion FUU et Agri-life.

géographique et au niveau des produits ; néanmoins une telle évaluation du portefeuille est largement laissée au libre arbitre du gestionnaire comme dans le cas de FUU:

« AD : Comment appliquez-vous votre stratégie de diversification du portefeuille ?

DV : En fait tu vois un projet de transaction et tu penses : oh la province du Cap Oriental, je ne l'ai pas encore faite. Ça colle au modèle. C'est une transaction intéressante par rapport à notre mandat, à nos objectifs de retours, et ça apporte une certaine diversité. Et donc tu t'engages. La fois d'après tu trouves une exploitation à la porte d'à côté, et tu vas penser OK, combien ça coûte....est ce que l'on n'a pas une forme de concentration ici ? Donc finalement tu vas te dire ne le faisons pas. Ou au contraire tu dis OK, c'est stable et ça correspond toujours à....une sorte de diversité »<sup>61</sup>.

Finalement, il est intéressant de souligner le poids inégal des données collectées lors des *due diligences* dans la décision d'investir. En effet, les données relatives aux risques et aux impacts environnementaux et sociaux par exemple sont traitées dans une matrice parallèle. Les procédures d'évaluation IFC par exemple débouchent sur une note (A/B/C) selon l'intensité des impacts environnementaux et sociaux. L'obtention d'un A contraint le gestionnaire à engager une étude approfondie des impacts en amont de la transaction, mais ne pèse pas sur la matrice financière.

Les procédures *due diligences* constituent le « régime d'évaluation » propre au *private equity*<sup>62</sup>. Ces procédures relèvent de plusieurs formes de rationalité qui s'entrecroisent pour justifier la décision d'investir. Premièrement, ces procédures mobilisent une rationalité spéculative en motivant l'investissement par l'évolution dans le temps de la valeur de l'entreprise (Tadjeddine 2000). Deuxièmement, comme le dit Marlène Benquet, il s'agit de mettre en adéquation la réalité avec les anticipations des gestionnaires. Les *due diligences* produiraient alors des connaissances « vraisemblables » dans le cadre d'une « rationalité conséquentialiste » ou s'emboîtent les différentes séquences du développement de l'entreprise (Benquet 2015).

### **2.2.2. Une enquête qualitative : évaluer les dirigeants d'entreprise**

Dans la partie précédente, sont apparues les limites formulées par les gestionnaires à l'égard des procédures d'évaluation financière standardisées. A côté de ce volet quantitatif, les *due diligences* de notre panel comportent un important volet qualitatif, lequel porte principalement sur les dirigeants d'entreprises et leur équipe de direction. En effet, les gestionnaires ne s'engagent pas directement dans la gestion opérationnelle des entreprises-cibles ; leur capacité à créer de la valeur dépend donc en partie des dirigeants d'entreprise. Par conséquent, en amont de la transaction, les gestionnaires évaluent les possibilités d'alliance et de partenariat avec les dirigeants.

---

<sup>61</sup> Entretien DV, partenaire senior, FUU, Le Cap, 16 mars 2015.

<sup>62</sup> Sabine Montagne qualifie les *due diligences* d' « évaluation substantielle sous condition de vérification procédurale » (Montagne 2006, 193)

Le processus de sélection des « bons dirigeants » repose d'abord sur une étude biographique de leur curriculum vitae mais surtout sur des entretiens individuels<sup>63</sup>. Souvent les gestionnaires n'hésitent pas à s'entretenir avec les autres employés de l'entreprise, ou bien les clients et les fournisseurs de celle-ci afin de collecter plusieurs avis. L'objectif est d'évaluer à la fois leur connaissance technique et leur capacité entrepreneuriale. Comme le reconnaît AB, l'ingénieur agronome du fonds FUU en charge notamment de l'évaluation des chefs d'exploitation, cette partie du travail de *due diligences* est la plus subjective et seule l'expérience lui permet de reconnaître un bon, d'un mauvais manager agricole :

« AD : Comment est-ce que vous évaluez les agriculteurs ?

« AB : J'évalue leur capacité à gérer l'exploitation (...) C'est très subjectif...Tu testes l'exploitation. Tu vérifies que le management a fait ce qu'il avait à faire au niveau des sols. Ensuite tu regardes comment ils entretiennent l'équipement, si les parcelles ont l'air d'être entretenues. Ce que je fais aussi en général c'est parler avec les responsables subalternes. Et simplement en parlant avec ce gars, tu peux savoir si le manager il est plus assis au bar que dans son champ. J'essaye d'enquêter auprès d'autres personnes, juste en interrogeant au hasard, il n'y a pas de méthodologie »<sup>64</sup>.

Mais outre les capacités techniques, l'évaluation des dirigeants porte sur leur capacité et leur volonté à s'engager dans une alliance conjoncturelle aux côtés des sociétés de gestion autour d'un projet de création de valeur. En effet, l'entrée au capital de l'entreprise, majoritaire ou significative, du fonds ou de la firme de *private equity* se traduit par une érosion de l'autorité des dirigeants et l'ingérence d'un acteur extérieur qui peut susciter des tensions. Pour prévenir les conflits, les gestionnaires sont attentifs au degré d'« ouverture » des dirigeants à leur égard. L'ouverture des dirigeants à l'égard des fonds et des firmes de *private equity* renvoie à leur croyance inégale dans la plus-value apportée. KG, chargé d'investissement au sein de Dalvabank Agri en charge de la gestion d'un fonds spécialement dédié aux PME agricoles et agroalimentaires, insiste dans l'extrait d'entretien ci-dessous sur les capacités inégales des entrepreneurs à comprendre, et donc à croire, dans le *private equity* :

« AD : Est-ce qu'il existe un profil type d'entrepreneur ?

KG : Laisse-moi réfléchir...Je dirais que nous préférons ceux qui ont un mélange d'expériences opérationnelles dans n'importe quel domaine, et ça aide si ils ont...une expérience financière, une compréhension de...du modèle *private equity* je dirais même. Bien sûr, on n'est pas si exigeant parce que beaucoup d'entrepreneurs africains ne savent pas ce qu'est le *private equity* c'est jusqu'à ce qu'on leur explique (...) Je ne dirais pas qu'ils doivent

<sup>63</sup> « AD : Comment le fonds évalue l'équipe de management ?

JM : Bon... Si je prends mon cas, je suis administrateur délégué. Je pense que...Je ne sais pas les critères que chacun avait sous sa feuille pour m'évaluer avant que je sois nommé. Je pense que pendant tout le temps où nous avons travaillés, tous ces gens ils étaient en train de poser des questions, qui n'étaient pas des questions...Innocentes. C'était des questions difficiles à comprendre...pour savoir si je suis capable de gérer ».Entretien téléphonique JM, directeur exécutif, West End Farms, 26 mai 2015.

<sup>64</sup> Entretien téléphonique AB, ingénieur agronome, FUU, 1<sup>er</sup> avril 2015.

*comprendre, mais ils doivent avoir une ouverture à ce modèle...Parce qu'on a rencontré des bons business, mais qui ont beaucoup de résistance au private equity bien qu'ils soient à la recherche de financement ils avaient trop l'habitude d'avoir leur argent des banques. Ils étaient très résistants au modèle du private equity et à l'entrée de membres au conseil d'administration. Donc dans notre portefeuille, les entrepreneurs sont très ouverts....à nos remarques....tu sais à nos suggestions. Ils veulent vraiment s'engager dans un partenariat avec nous et ne pas toujours se battre comme si nous étions les ennemis qui essayons de les virer de leur business. On veut voir...On aime les gens qui ont plusieurs années d'expériences dans leur domaine, je ne pense pas qu'il y ait un nombre particulier d'années, mais je dirais probablement 5 années c'est bien...pour être sûr qu'ils connaissent l'industrie dans laquelle ils opèrent »<sup>65</sup>.*

Ainsi, les gestionnaires sont particulièrement attentifs aux compétences financières des dirigeants et à leur compréhension du dispositif *private equity*. Enfin, si l'évaluation qualitative porte en priorité sur la personne du manager ou de l'entrepreneur, les gestionnaires évaluent toutes l'équipe de direction en place. L'objectif est d'appréhender les routines, les habitudes de fonctionnement et les rapports de force internes, en particulier dans les petites et moyennes entreprises (PME) ou les rapports interpersonnels sont déterminants dans le fonctionnement de l'entreprise. Les gestionnaires du fonds AAF-SME spécialisé dans les PME sont ainsi particulièrement attentifs à « l'économie-politique » des entreprises-cibles :

*« AD : Est-ce que l'évaluation se focalise sur le directeur ?*

*KG: Non, parce que certaines fois, tu as un directeur exécutif qui nous approche, mais tu réalises qu'il a très peu de contrôle sur son business. Il est peut-être le directeur exécutif mais la direction effective de l'entreprise est assurée par quelqu'un d'autre, le manager général ou autre. On regarde le directeur mais on regarde aussi au-delà, l'équipe qui le soutient, qui est sur le terrain ? Est ce qu'ils ont de l'expérience dans le domaine ? Est-ce qu'ils ont d'autres business ? On veut vraiment voir leur expertise et leur engagement dans le business »<sup>66</sup>.*

### **2.2.3. Biais et limites des due diligences**

Les procédures de due diligences portent une « grille cognitive partagée » c'est à dire une représentation partagée de ce qu'est une « bonne » entreprise (Champenois 2011). Cette « convention de qualité sous-jacente » (Eymard-Duvernay 1989), à propos des entreprises, suscite des biais en faveur de certains projets d'investissement et exclu du périmètre d'intervention des fonds et des firmes de *private equity*, d'autres entités économiques comme nous allons le voir à travers nos études de cas.

---

<sup>65</sup> Entretien téléphonique KG, chargée d'investissement 1, Dalvabank Agri, 3 mars 2015.

<sup>66</sup> Entretien téléphonique KG, chargée d'investissement 1, Dalvabank Agri, 3 mars 2015.

Tout d'abord, les entités de *private equity* sont contraintes par des temporalités particulières. En effet les fonds ont des durées de vie de limitées et connaissent plusieurs séquences successives : 3-4 ans pour les investissements, 3-4 ans pour la valorisation, 3-4 ans pour la sortie. Par conséquent, les fonds et les firmes ont l'obligation d'investir tous leurs capitaux dans les premières années de la vie d'un fonds afin de respecter le cycle d'investissement du *private equity*. Toutefois, ils dépendent de la conjoncture du marché et des opportunités d'investissement qui se présentent à eux<sup>67</sup>. Par ailleurs la période de valorisation, c'est-à-dire de détention des parts de l'entreprise avant la revente, est aussi limitée dans le temps. Ainsi, les gestionnaires privilégient les entreprises dont la rentabilité est la plus proche dans le temps. Dès le départ, le projet est évalué au prisme de la sortie et de la création de valeur finale :

« KG : L'autre chose que l'on regarde...Selon le pays de l'entreprise-cible, on aime penser activement aux opportunités de sortie. Donc, est-ce que le marché est favorable, soit pour la revente à un autre fonds de *private equity* soit pour une cotation en bourse ? Parce que nous n'allons pas rester dans le business pour toujours donc on veut être prêt à sortir dans les 5 à 7 prochaines années. Donc on se demande toujours : est-ce que ce business est attractif pour nous premièrement, et, est ce qu'on peut y ajouter de la valeur de manière à ce que dans 5 ans un autre acheteur sera prêt à payer un bon multiple quand nous sortirons ? Donc on commence déjà à penser à ces choses »<sup>68</sup>.

Ce biais court-termiste est encore renforcé par le cadre d'évaluation DCF qui dévalue de manière exponentielle les flux de revenus futurs de l'entreprise. Liliana Doganova en souligne les conséquences négatives sur le financement des projets de recherches et de développement dans l'industrie pharmaceutique (Doganova 2015). Dans notre panel, une seule société de gestion, Goldenstreet Capital, s'est engagée dans des « *green field project* » c'est-à-dire le montage et le développement de nouvelles entreprises.

Ensuite, les procédures de *due diligences* sont contraintes par des enjeux matériels relatif à leurs coûts. En effet, l'enquête implique des voyages de l'équipe de gestion sur le site de l'entreprise mais aussi le recours à des consultants et des experts externes. Ces dépenses incompressibles quelle que soit la taille de l'entreprise pèsent sur les finances du gestionnaire. En vertu de la structure de leur rémunération qui leur octroie une portion de la plus-value, ces derniers considèrent en priorité les plus grosses entreprises, celles où la valeur absolue de la plus-value sera la plus importante. C'est le cas notamment du fonds AAF-SME qui en vertu de sa politique d'investissement pourrait investir dans les petites et

---

<sup>67</sup> Ainsi la société de gestion Agri-life a connu une période d'arrêt de ses acquisitions entre 2010 et 2012 à la suite des répercussions en Afrique du sud de la crise mondiale.

<sup>68</sup> Entretien téléphonique KG, chargée d'investissement 1, Dalvabank Agri, 3 mars 2015.

moyennes entreprises dont la capitalisation est comprise entre 500 000 et 4 millions de dollars mais qui n'investit que dans le haut de la fourchette<sup>69</sup>.

Les fonds et les firmes de private equity sont en priorité orientés vers l'obtention d'un retour sur investissement qui les pousse à privilégier les entreprises où ils pourront ponctionner la plus-value la plus importante, autrement dit susciter l'écart le plus grand entre le prix d'achat et le prix de vente des parts de l'entreprise. A ce titre les gestionnaires sont particulièrement attentifs aux « écarts de rendement » *-yield gap-* (Visser 2014) entre la production ou la productivité réelle de l'entreprise et son potentiel supposé. Ainsi, les sociétés de gestion recherchent en priorité les « bonnes affaires » commerciales ; la société FUU par exemple a investi dans une exploitation agricole sud-africaine en liquidation à la suite d'un long conflit social. Les sociétés de gestion privilégient parfois les entreprises dont la croissance et le développement ont été perturbés par des facteurs non directement économiques. Le fonds AAF-SME, par exemple, s'est engagé dans deux entreprises, respectivement à Madagascar et au Zimbabwe à la suite des crises politiques et économiques qui ont frappé ces pays dans les années 2000<sup>70</sup>.

Par ailleurs, les gestionnaires privilégient les entreprises dont les activités sont les plus diversifiées afin, là encore, d'optimiser les risques liés à la production. Concrètement, on note un biais envers les entreprises les plus intégrées le long des filières agroalimentaires, celles qui disposent de plusieurs sites de production ou encore les entreprises positionnées sur plusieurs marchés ou sur plusieurs produits :

- l'entreprise de production de fleur Kariki dans laquelle a investi l'Agri-life Fund par exemple dispose de 4 sites de production<sup>71</sup> ;
- les exploitations agricoles gérées par la société FUU commercialisent une partie de leur production en Afrique du sud et exportent le reste vers l'Europe et l'Asie ;
- l'entreprise sud-africaine Crookes Brothers détenue partiellement par le fonds Goldenlands produit historiquement de la canne à sucre et de plus en plus des fruits et des noix ;
- enfin, l'entreprise Capespan produit, transforme et exporte des fruits depuis l'Afrique du sud et l'Afrique australe.

---

<sup>69</sup> Entretien téléphonique KG, chargée d'investissement 1, Dalvabank Agri, 3 mars 2015.

<sup>70</sup> « L'entreprise au Zimbabwe a été identifiée parce qu'elle était en détresse...C'était vraiment à cause de l'environnement. Et je pense que ça avait du sens pour nous parce que l'évaluation était basse. C'était une opportunité unique...C'était une bonne entreprise, avec des structures de contrôle déjà en place, avec les meilleures infrastructures dans le pays ; l'équipe de direction était fantastique. Ils avaient juste un problème de liquidité ce qui est le cas pour la plupart des entreprises au Zimbabwe ». Entretien téléphonique VD, chargé d'investissement 2, Dalvabank Agri, 12 mars 2015

<sup>71</sup> « Kariki est l'une des entreprises de production de fleurs qui croît le plus rapidement au Kenya. Elle opère depuis 4 sites différentes, tous situés à différentes altitudes sur les collines, permettant ainsi de cultiver différentes variétés ». Communiqué de presse d'Agri-life, « Agri-life invests \$5 million into Kariki Group », juin 2014.

De plus, certains produits attirent tout particulièrement les fonds et les firmes de *private equity*. C'est le cas par exemple de la production en aquaculture d'ormeaux dont les deux principales entreprises de production sud-africaine ont été partiellement rachetées par les fonds Evolution I et Agri-life Fund.

Si on note un attrait des fonds et des firmes de *private equity* pour certains marchés de niche comme les ormeaux ou les engrais biologiques, les acteurs de notre panel sont engagés dans un très large panel de produits et d'activités agricoles. Ainsi le dispositif du *private equity* définit les options de l'investissement agricole, mais il ne le fait pas sur la base d'un produit comme c'est le cas par exemple dans le cas des investissements urbains. Delphine Callen a mis en lumière un engagement massif des investisseurs institutionnels dans la construction de bureaux ou de centres commerciaux au détriment de « l'investissement locatif privé » (Callen 2012).

### **2.3. Négocier avec les dirigeants d'entreprise**

Dans la continuité des *due diligences*, gestionnaires et dirigeants s'engagent dans une phase de négociation autour des termes concrets de la transaction. Ces négociations recouvrent deux volets intimement liés, d'une part le montant et les mécanismes de la transaction et d'autre part la mise en place d'un partenariat entre les deux parties, formalisé par un contrat d'actionnaires et un *business plan*.

#### **2.3.1. Les modalités de la transaction**

Premièrement, les gestionnaires font l'acquisition des parts de l'entreprise soit directement auprès de celle-ci, dans le cadre d'une nouvelle émission d'actions *–right issue*, soit en rachetant à d'autres actionnaires. Dans le premier cas, les capitaux sont versés au bilan de l'entreprise, dans le second ils sont perçus par les anciens actionnaires. Dans la majorité des transactions de notre panel, les actionnaires sont la contrepartie de la transaction.

Deuxièmement, en plus de leur investissement en capital, plusieurs fonds et firmes apportent aux entreprises-cibles des produits de dette à des taux souvent avantageux. De tels produits prennent des formes variées même si on note un recours privilégié aux prêts-mezzanine, c'est-à-dire de la dette qui peut se transformer en fond propre sous certaines conditions. Le fonds AAF-SME par exemple combine toujours ses investissements en capital avec de la dette, notamment des prêts mezzanines, dans le cadre d'une stratégie de gestion des risques et d'optimisation de leurs capitaux. Du côté des dirigeants, la dette permet de financer le développement ou la recapitalisation de l'entreprise en bénéficiant de produits souvent plus adaptés que les prêts bancaires en terme de coût ou d'échéances de remboursement<sup>72</sup>.

---

<sup>72</sup> Par exemple l'investissement de PIC dans l'entreprise Southern Farms comprend un volet dette qui offre à l'entreprise une exonération de remboursement sur les 4 premières années, tandis que les banques ne leur en offraient que 2. Entretien DB, directeur financier, Southern Farms, Stellenbosch, 5 août 2014.

Troisièmement, l'enjeu central des négociations entre les deux parties porte sur la valeur de l'entreprise et le prix d'acquisition des actions. A cette occasion on assiste à une confrontation entre deux conceptions différentes de l'entreprise, qui se cristallise dans le prix. En effet, gestionnaires et dirigeants défendent souvent deux « raisons sociales du prix » antagonistes, ce qui se traduit par des écarts entre leur estimation respective comme le raconte la chargée d'investissement de Dalvabank Agri:

*« AD : Est-ce que vous avez rencontré des tensions lors des négociations avec les dirigeants ?  
KG : Lors d'une de nos dernières transactions, nous avons eu beaucoup de problèmes à propos de l'évaluation. Parce que les dirigeants veulent toujours évaluer leur entreprise plus chère. Et puis souvent les dirigeants ne comprennent pas la différence entre la valeur comptable et la valeur de marché. Parce que la valeur de ton entreprise dans le bilan, en termes de principes comptables, est très différente de la manière dont l'évalue le marché ou un investisseur. Donc essayes de leur faire comprendre cette différence...Oui, il y a beaucoup de négociations en amont »<sup>73</sup>.*

On voit que les « deux raisons sociales du prix » renvoient aux positions des acteurs dans le champ économique, qui déterminent leur conception de l'entreprise, comme un actif financier ou comme une propriété, et s'appuient toutes deux sur des savoirs faire professionnels, en l'occurrence des techniques d'évaluation. Toutefois, si dans ce cas précis, gestionnaires et dirigeants se sont opposés sur le prix, ce n'est pas toujours le cas et de nombreux dirigeants acceptent et reconnaissent la légitimité des techniques d'évaluation employées par les gestionnaires de *private equity*. Ainsi, les dirigeants de l'entreprise camerounaise West End Farms ont accepté le principe d'une évaluation sur la base d'un multiple de l'EBITDA et la négociation a donc principalement portée sur le multiple à appliquer :

*« AD : Est-ce que le fonds est arrivé avec un prix lors de la négociation ?  
JM : Le fonds est venu avec une idée simple. Evaluer l'entreprise sur la base de son EBITDA. Ils ont dit OK ? Vous avez des valeurs immobilisées, vous avez tant de choses, mais nous voulons investir dans une activité réelle. Donc vous faites du maïs, vous faites du soja, il y a du cochon, donc qu'est-ce que ça produit chaque année avant l'amortissement et les impôts ; c'est ça qui nous intéresse. Puis on évalue ça ; nous allons vous payer l'équivalent du pourcentage que vous allez nous céder. C'est comme ça que nous sommes partis et nous étions satisfaits de cette évaluation »<sup>74</sup>.*

Dans le cadre des négociations, les sociétés de gestion font parfois valoir d'autres apports pour l'entreprise et les dirigeants afin d'obtenir le meilleur prix d'entrée possible. Parmi ces arguments on retrouve fréquemment l'idée d'une plus-value en termes de gouvernance, de mobilisation d'une expertise spécifique ou encore de mise en réseau. Le fonds Evolution I par exemple lors de son entrée

<sup>73</sup> Entretien téléphonique KG, chargée d'investissement 1, Dalvabank Agri, 3 mars 2015.

<sup>74</sup> Entretien téléphonique JM, directeur exécutif, West End Farms, 26 mai 2015.



au capital de l'entreprise Abagold a mis en avant son expertise et son réseau dans le domaine des énergies renouvelables pour obtenir des concessions de la part des dirigeants. Les gestionnaires du fonds AAF mettent en avant la plus-value que représente la facilité d'assistance technique pour le développement des entreprises-cibles. En Afrique du sud, l'entrée au capital de Southern Farms du fonds Isibaya géré par PIC s'est faite à un prix réduit grâce à la participation d'un BEE trust à la transaction<sup>75</sup>.

Les gestionnaires mobilisent donc tout un arsenal argumentatif pour faire « une bonne affaire » car le prix d'achat des parts de l'entreprise détermine largement le succès de l'opération de valorisation des capitaux. Mais le prix est aussi fonction du marché des capitaux et du développement local des circuits de capitaux car les dirigeants d'entreprise n'ont pas tous les mêmes possibilités d'accès à des sources de financement de leur activité ou à des acquéreurs potentiels de leurs actions. Dans certains pays d'Afrique sub-saharienne où les institutions financières sont moins développées et les marchés financiers moins dynamiques, le rapport de force entre pourvoyeurs et demandeurs de capitaux tourne à l'avantage des premiers. Dans le cas de l'entreprise tanzanienne Mtanga Foods, les dirigeants ont ainsi dû s'adresser dès le départ à des fonds de *private equity* pour pallier au déficit des autres sources de financement :

« AD : Pourquoi vous vous êtes engagé dans un partenariat avec Agri-life ?

AM : Développer un business à partir de rien prend beaucoup de temps. Il faut 5 ans pour développer les terres, et 6 ou 7 ans pour atteindre le seuil de rentabilité. Il faut beaucoup de capitaux notamment pour compenser les pertes des premières années. En Tanzanie on ne peut pas emprunter auprès des banques ou des autres institutions financières donc la seule solution c'était de trouver un equity partner (...) Par contre, le problème c'est que dans 9 cas sur 10 les promoteurs initiaux de l'entreprise se retrouvent diluer dans l'actionnariat avec l'arrivée de ces nouveaux actionnaires...L'argent parle »<sup>76</sup>.

Outre les modalités concrètes de la transaction, les négociations portent sur les termes du partenariat qui régissent les relations entre gestionnaires et dirigeants au sein des entreprises-cibles.

### **2.3.2. Formaliser un partenariat d'actionnaires**

Dans le cadre de la négociation, sont donc abordés les termes de la relation entre gestionnaires et dirigeants ; l'objectif affiché c'est la formalisation d'un partenariat sous la forme d'un pacte d'actionnaire et d'un *business plan*. En effet, si le prix est un facteur décisif de la transaction, de

---

<sup>75</sup> « Au total la transaction sur l'ensemble de l'entreprise a coûté 440 millions de rands ; l'évaluation avait donné un chiffre de 475 millions de rands, mais ils ont appliqués une réduction d'autonomisation – empowerment discount, parce que si la transaction se fait au prix du marché, ce n'est pas considéré comme une transaction d'autonomisation » Entretien DB, directeur financier, Southern Farms, Stellenbosch, 5 août 2014.

<sup>76</sup> Entretien téléphonique AM, directeur exécutif, Mtanga Foods, 11 mars 2015.

nombreux partenaires des sociétés de gestion ou des dirigeants des entreprises-cibles ont insisté lors de nos entretiens sur l'importance de la confiance entre les parties :

*« AD : Est-ce que vous avez rencontré de la concurrence pour vos transactions ?*

*KG : Un bon exemple c'est la transaction que l'on a récemment conclue au Burkina Faso, dans une entreprise qui avait de l'argent d'une IFD européenne, et tandis que nous étions en train d'investir il y avait un autre fonds de private equity qui voulait aussi conclure le deal. Donc il y a eu une sorte de guerre parce que c'est un bon business, le meilleur au Burkina (...) Nous avons parlé avec les dirigeants pendant presque un an et demi avant que le deal ne se fasse. Alors qu'en général on investit au bout de 6 à 8 mois. Donc nous avons développé un bon contact, on se connaissait mutuellement, et pendant cette période il s'est développé un certain niveau de confiance et c'est ce qui les a rendu plus à l'aise avec notre proposition je pense. Parce que, je ne suis pas sûre parce que nous n'avons pas les chiffres, mais je suis prête à parier que l'offre de l'autre fonds était légèrement supérieure. Ce n'est pas seulement un jeu d'argent, c'est aussi un jeu de relations »<sup>77</sup>.*

Ainsi, comme on le voit, les négociations sont l'occasion d'établir une relation de confiance et de poser les bases d'un partenariat futur. L'arrivée d'un fonds ou d'une firme d'investissement se traduit donc par l'émergence d'un pouvoir bicéphale qui doit se mettre d'accord pour gouverner l'entreprise. Ce « mariage » repose alors sur une double dimension :

- une alliance entre actionnaires en vue de la valorisation de l'entreprise ;
- la non-ingérence des sociétés de gestion dans les activités opérationnelles de l'entreprise.

Premièrement, les dirigeants sont aussi des actionnaires et à ce titre ils sont financièrement intéressés à la transaction d'une part et à la valorisation de l'entreprise d'autre part. La double casquette des dirigeants est fondamentale pour l'alignement des intérêts entre les deux parties et la mise en place d'une alliance entre les actionnaires-dirigeants et les actionnaires-investisseurs.

Deuxièmement, le partenariat repose sur le principe d'une complémentarité de ressources et de compétences entre les deux parties qui se traduit par la délimitation de domaines réservés pour chacune: la gestion opérationnelle pour les dirigeants, la gouvernance entrepreneuriale pour les sociétés de gestion. Par conséquent, l'alliance repose sur une dépendance mutuelle et réciproque en vue de la valorisation de l'entreprise.

Toutefois la confiance et la reconnaissance d'une dépendance mutuelle ne suffisent pas pour sceller l'alliance entre gestionnaires et dirigeants. En effet, le partenariat est formalisé dans le cadre d'une documentation juridique définie d'un commun accord entre les deux parties et qui comporte deux volets : un pacte d'actionnaire et un *business plan*. Le contrat d'actionnaires définit strictement le

---

<sup>77</sup> Entretien téléphonique KG, chargée d'investissement 1, Dalvabank Agri, 3 mars 2015.

cadre de gouvernance et les règles qui régissent les interactions entre les deux parties. Sans prétendre à l'exhaustivité plusieurs points méritent qu'on s'y arrête ; premièrement, les gestionnaires du fonds revendiquent toujours un ou deux sièges au sein du conseil d'administration de l'entreprise. Cette présence au conseil d'administration constitue la fenêtre privilégiée des gestionnaires sur l'entreprise-cible, et le vecteur par lequel ils pèsent sur sa stratégie et sa gouvernance. Le pacte définit aussi les conditions dans lesquelles la société de gestion peut remplacer les dirigeants. Deuxièmement, les modalités de revente des actions sont définies ; parfois, les dirigeants disposent d'un droit de veto sur le repreneur afin de garder la main ou bien ils peuvent bénéficier d'une option de rachat préférentiel de ces parts. Troisièmement, des procédures de suivi –*reporting*– au bénéfice du gestionnaire sont inscrites comme l'obligation pour les dirigeants de préparer un rapport mensuel ou d'informer en cas d' « événements majeurs ». Enfin le pacte d'actionnaire peut fixer une politique de dividende ou encore les services que le gestionnaire s'engage à apporter à l'entreprise.

Ensuite un *business plan*, autrement dit un plan de croissance et d'expansion de l'entreprise qui porte sur les modernisations à apporter ou les marchés à conquérir, est défini d'un commun accord entre les deux parties. Martin Giraudeau a analysé le business plan comme un « médiateur » entre « entrepreneurs et financiers », lequel formate les stratégies et les anticipations des acteurs (Giraudeau 2014). Au départ, les attentes relatives à ce partenariat entre les deux parties sont souvent divergentes et les gestionnaires doivent entreprendre un travail pédagogique afin d'explicitier un champ du possible « raisonnable ». JM le directeur de l'entreprise camerounaise West End Farms revient sur les dissensions entre les deux parties au début du projet :

*« JM : Au départ on rêvait. Et bon les experts du fonds nous disent, ça ce n'est pas inintéressant, mais du calme quoi. Il faut y aller doucement. Donc ce business plan déjà a été révisé, à la baisse, par rapport au projet de développement, par rapport aux superficies, ou par rapport aux volumes. Avec pour seul objectif d'avoir un plan de développement qu'on peut maîtriser. Donc, on peut aller étape par étape. Ça a été un élément, peut-être le plus...l'élément le plus discuté entre nous. Parce que nous, on se disait ça fait longtemps qu'on est là, on trouve plus de place, on veut partir... Et donc ils ont beaucoup pesé leurs arguments, pour nous convaincre de revoir ce business plan. Et une fois révisé, adopté par le premier conseil d'administration, on est parti avec ça »<sup>78</sup>.*

Le *business plan* porte généralement sur 5 ans, soit la durée initialement envisagée du partenariat et fixe un horizon à long et moyen terme via un calendrier précis avec des échéances et des objectifs à atteindre. Ainsi, le plan global est décliné en « plans d'actions » d'un semestre qui fixent des étapes intermédiaires pour atteindre l'objectif final en termes de valeur de l'entreprise. Plusieurs ratios sont insérés dans le plan pour définir des objectifs à la direction : le chiffre d'affaire, les dépenses

---

<sup>78</sup> Entretien téléphonique JM, directeur exécutif, West End Farms, 26 mai 2015

d'investissement en capital (CAPEX) ou bien l'EBITDA. Le *business plan* est donc à la fois un outil de planification financière construit rétroactivement à partir d'un objectif de retour financier mais c'est aussi un outil d'évaluation des dirigeants en vertu de leur capacité à atteindre de tels objectifs. A ce titre un indicateur comme l'EBITDA est, au même titre que l'*economic-value added*, un outil d'évaluation mais aussi un outil de gestion au service des investisseurs (Lordon 2000). Ainsi, la relation gestionnaire-dirigeant est comme la relation investisseur-gestionnaire régit par le modèle de la « délégation procédurale » (Montagne 2006).

Les contours de cette alliance varient toutefois d'un investissement à l'autre principalement selon le rapport de force entre les deux parties, c'est-à-dire en fonction des parts de l'entreprise détenues par chacune des parties. En effet, certaines sociétés de gestion prennent des positions minoritaires mais significatives dans les entreprises comme le fonds AAF-SME qui a acquis 40% du capital de Guanomad en 2013 ou bien Agri-life Fund qui détient 49,9% du capital de Dew Crisp depuis 2010. Dans ce cas, la capacité des dirigeants à peser sur les termes du partenariat est forte et les gestionnaires doivent argumenter et convaincre pour les rallier à leurs objectifs<sup>79</sup>. En revanche, la société d'investissement Cédre détenait en 2014 plus de 72% du capital de l'entreprise Capespan, tandis que le fonds CroissanceFutureAgri-Fund I a acquis l'intégralité des parts de la plupart de ses exploitations agricoles. Dans ces cas de figure, la marge de manœuvre des dirigeants est moindre et leur rôle se réduit à celui d'agent du fonds ou de la firme de *private equity*. Les sociétés de gestion n'hésitent d'ailleurs pas à remplacer les dirigeants en place par des directeurs plus à même d'assimiler et d'atteindre les objectifs spécifiques assignés par la société de gestion en terme de valorisation de l'entreprise. Par exemple, Cédre a nommé JD comme directeur exécutif de Capespan, une entreprise sud-africaine de production et de commercialisation de fruits, en vertu de ses « états de service » au sein de différentes entreprises agroalimentaires dans lesquelles il s'était appliqué à mettre en pratique les principes de la valeur actionnariale. Même dans un cas comme celui-ci ou le dirigeant est « importé », les sociétés de gestion s'attachent à favoriser l'alignement des intérêts en incitant les dirigeants à prendre des participations au capital ou bien en indexant leur rémunération sur les performances financières. Toutefois, comme nous le verrons dans la partie suivante, les gestionnaires échouent parfois à construire et entretenir un partenariat avec les dirigeants ce qui menace leur présence dans l'entreprise.

Mis à part dans ce dernier cas de figure, l'alliance du couple gestionnaire-dirigeant se fait au détriment des autres parties-prenantes de l'entreprise, à commencer par les autres groupes d'actionnaires.

---

<sup>79</sup> La société de gestion Glands Private Equity a elle aussi adopté un modèle d'investissement qu'elle qualifie de « modèle partenarial » notamment à l'égard des anciennes coopératives de producteurs. Le partenaire senior de la société détaille le modèle : « Nous mettons en place des modèles de partenariat, ça veut dire qu'on ne force pas et qu'on ne contrôle pas parce que sinon les gens prennent peur. Les producteurs comprennent l'esprit et l'environnement des coopératives ; ils veulent conserver cet environnement et les relations coopératives. L'agriculture c'est un jeu sur le long terme pour les investisseurs, les maitre-mots sont patience et engagement ». Entretien PM, partenaire senior, Glands PE, 24 juin 2014.

Autrement dit, la gouvernance de l'entreprise se réduit désormais à un face à face entre gestionnaires et dirigeants. En effet, dans le cas des entreprises cotées en bourse comme Afgri, l'arrivée d'un fonds se traduit par une dé-cotation de l'entreprise afin de bâtir une relation bilatérale sans l'interférence du marché boursier et des analystes financiers. Depuis 2014, Afgri est ainsi détenue intégralement par une holding mauricienne dont les principaux actionnaires sont des investisseurs institutionnels nord-américains et sud-africains mais aussi les dirigeants de l'entreprise à hauteur de 5% du capital.

La phase de négociation est donc l'occasion de poser les fondements matériels et cognitifs du partenariat entre les dirigeants de l'entreprise et l'équipe de gestion du fonds ou de la firme de *private equity*. La constitution des filières agro-financières du *private equity* repose alors en aval sur l'alignement des intérêts entre les gestionnaires et les dirigeants autour du projet de valorisation de l'entreprise. Cet alignement est produit d'une part par des contrats et une documentation juridique contraignante pour les acteurs qui permet aux acteurs d'anticiper les actions de leur partenaire et ainsi de réduire l'incertitude qui menace la pérennité du partenariat. Mais d'autre part l'alignement des intérêts est aussi le fruit d'un travail argumentatif et pédagogique des gestionnaires à l'égard des dirigeants afin de les convaincre de s'engager à leur côté. Les gestionnaires se font alors les promoteurs d'un « esprit du capitalisme financiarisé » (Boltanski et Chiapello 1999).

### 3. Conclusion du chapitre

L'assemblage des filières agro-financières du *private equity* repose sur l'enchâssement de deux transactions marchandes. En amont, les investisseurs s'engagent aux côtés des gestionnaires dans le cadre d'une politique d'investissement au sein d'un fonds commun de placement. En aval, les gestionnaires investissent les capitaux du fonds dans des entreprises agricoles et agroalimentaires en partenariat avec leur dirigeant. En d'autres termes, les gestionnaires construisent des « coalitions de cause »<sup>80</sup> regroupant des acteurs dispersés autour d'une politique d'investissement, c'est à dire une grille de lecture du monde et un programme d'actions.

La mobilisation du dispositif d'intermédiation marchand *private equity* induit un modèle d'appariement spécifique entre les acteurs. En effet, le dispositif renferme un « régime contractuel » (Suchman 2011) et un régime d'évaluation qui instaurent un langage et des normes communes tout au long des filières agro-financières. Le dispositif d'intermédiation marchand du *private equity* met en relation les acteurs et stabilisent leur échange ; toutefois, la stabilisation des filières est un processus jamais achevé et toujours menacé par la résurgence de l'incertitude. Après avoir analysé la « naissance » des filières agro-financières du *private equity*, le chapitre suivant étudie leur « vie » et leur « mort ».

---

<sup>80</sup> Paul Sabatier a théorisé la notion de « coalition de cause » comme un ensemble composé « d'acteurs issus d'organisations gouvernementales et privées variées, qui, dans le même temps, (a) partagent un ensemble de croyances normatives et causales et (b) participent, dans un degré non négligeable, à une activité coordonnée dans le temps » (Sabatier 1998, 15).

## Chapitre 4 : Gouverner les filières agro-financières du *private equity*

---

« *Tout est réglé lors des due diligences* » selon le directeur de l'entreprise tanzanienne Mtanga Food. Pourtant, le « bon » fonctionnement des filières agro-financières du *private equity*, et la pérennité des alliances qui les sous-tendent, repose sur des mécanismes de contrôle originaux. A ce titre, le *private equity* n'est pas seulement un dispositif d'intermédiation marchande mais aussi un dispositif de régulation. D'une part, celui-ci tend à stabiliser les échanges entre les acteurs et à réduire l'incertitude inhérente à leur engagement collectif dans les filières. D'autre part, au-delà de la simple coordination, il induit des asymétries de pouvoir et des rapports de domination entre les acteurs (Mariotti 2005). Ce chapitre analyse donc le mode de gouvernement, ou le « régime de régulation », des filières agro-financières du *private equity*. Autrement dit, il tente de répondre aux deux questions suivantes : qui gouverne les filières et comment sont-elles gouvernées ?

Nous reviendrons d'abord sur les mécanismes de contrôle en vigueur au sein des filières du *private equity*, puis nous analyserons les « crises » auxquelles font face les acteurs des filières, c'est-à-dire la rupture brutale de leurs transactions routinières et quotidiennes laquelle remet en cause le fonctionnement mais aussi parfois l'existence même des filières agro-financières du *private equity*. Ces « épreuves » mettent alors en lumière les ressorts de leur gouvernement et de leur légitimité.

### 1. Contrôle et autocontrôle au sein des filières agro-financières du *private equity*

Si la négociation des contrats a permis de définir un cadre et un projet d'action communs, la coordination entre les acteurs est sans cesse réactualisée tout au long de la durée de vie du partenariat. En effet, l'environnement économique, politique et social dans lequel se meuvent les différents acteurs évolue tout comme le rapport de force au sein de « l'alliance tripartite » entre investisseurs, gestionnaires et dirigeants. Par conséquent, la politique d'investissement est régulièrement réactualisée pour tenir compte des transformations. De plus, les contrats ne sont pas exhaustifs et laissent aux acteurs des marges de manœuvre importantes. Ainsi « *l'incomplétude des contrats* » pousse les actionnaires à s'engager dans le gouvernement du fonds ou de la firme afin de « *sécuriser leurs investissements* » (Aglietta et Reberlioux, 2004, 59/60). Les risques de dérives existent comme le laisse entendre GP, ancien directeur chez Proparco et promoteur du fonds AAF :

« *Il faut faire attention parce que c'est maintenant (2 ans après le lancement du fonds AAF) qu'il y a un risque d'endormissement. J'ai déjà vécu ça à Proparco avec le fonds AIG. C'était*

*une politique d'investissement moins ambitieuse mais nous les investisseurs on s'était endormis et on avait laissé déraiper le fonds. Si on le regardait à la fin on ne le reconnaissait pas »<sup>1</sup>.*

Afin de permettre les échanges entre les acteurs d'une part et le contrôle sur l'échelon inférieur d'autre part, le dispositif du *private equity* instaure des mécanismes et des espaces de régulation originaux au sein des filières agro-financières comme l'illustre la figure 4.1 ci-dessous. Premièrement, les échanges entre les acteurs se déroulent au sein d'organes collégiaux de cogestion ; deuxièmement, la coordination des acteurs au sein des filières repose sur des normes et des procédures qui instaurent un « contrôle à distance » ; enfin troisièmement, les relations interpersonnelles pèsent aussi sur le fonctionnement effectif des filières du *private equity*.

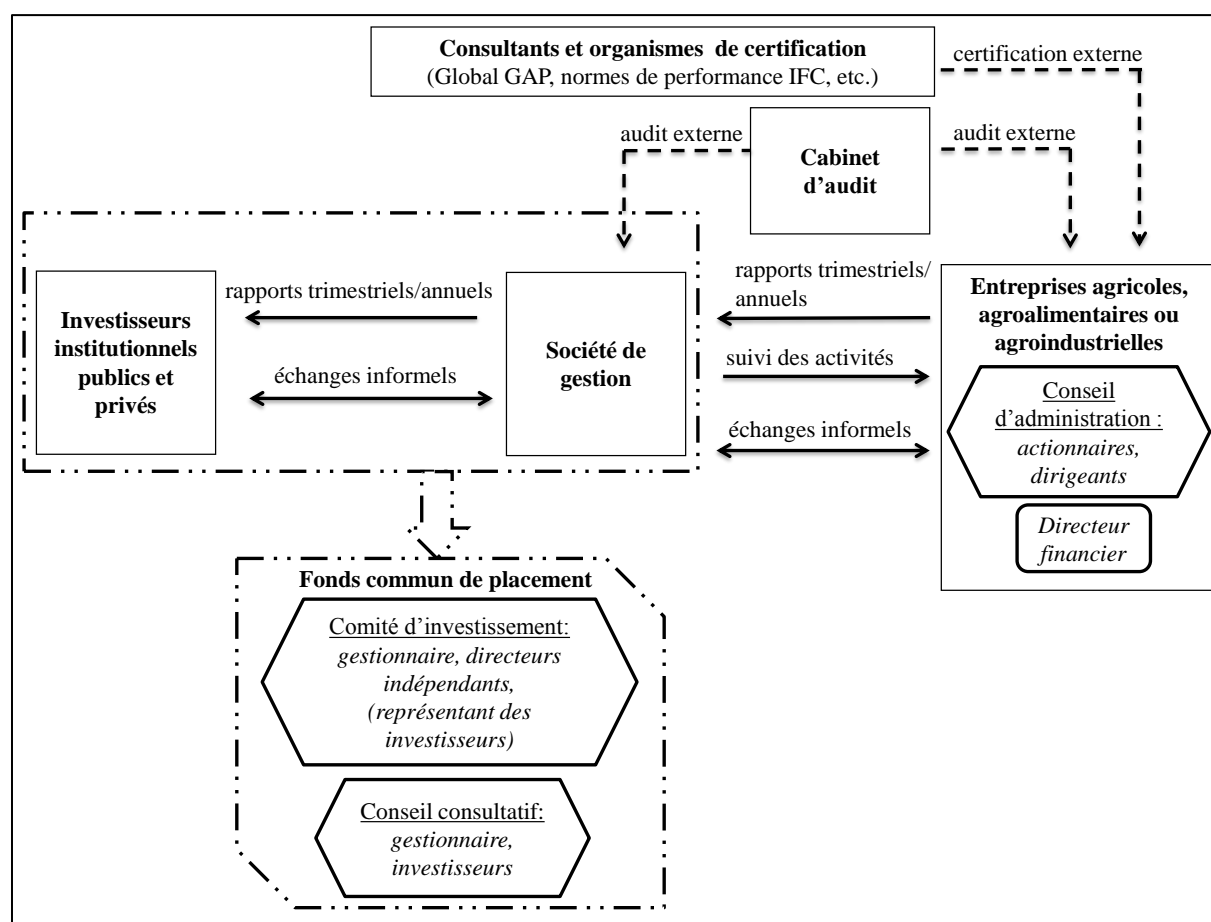


Figure 4.1 : Contrôle et autocontrôle au sein des filières agro-financières du *private equity*

### 1.1. Les arènes de cogestion des filières du *private equity*

La documentation juridique des fonds et des firmes de *private equity* met en place des arènes<sup>2</sup> qui permettent aux différents acteurs de confronter leurs stratégies et leurs opinions, de contrôler le respect

<sup>1</sup> Entretien GP, Conseiller spécial du directeur général- chargé de la création du fonds AAF, AFD, Paris, 10 octobre 2013.

des contrats et parfois de réactualiser la stratégie. Ces plateformes sont le comité d'investissement et le conseil de surveillance du fonds d'une part, le conseil administration des entreprises-cibles d'autre part.

### **1.1.1. Comité d'investissement et conseil consultatif : participation des investisseurs et responsabilité des gestionnaires**

Le comité d'investissement est l'organe décisionnel au cœur des filières du *private equity* puisqu'il valide ou invalide les projets d'investissement soumis par l'équipe de gestion. Instance collégiale et délibérative de petite taille composée de 4 à 6 membres, le comité prend ses décisions au consensus ou, plus rarement, à la majorité absolue. Les membres du comité occupent souvent d'autres fonctions en parallèle et ils sont réunis une fois par trimestre ou à la demande du gestionnaire. Le rôle du comité est de s'assurer en amont de la viabilité financière des projets notamment en termes de risque, de veiller au respect des contrats de partenariat entre investisseur(s) et gestionnaire, et enfin d'assurer un suivi des projets.

La composition et les prérogatives des comités d'investissement sont fonction des termes de chaque partenariat ; au sein de notre panel, il existe deux modèles selon que le comité est placé sous le contrôle des investisseurs ou des gestionnaires. Dans le premier cas, les membres du comité sont directement désignés par les investisseurs qui s'assurent ainsi un contrôle direct sur les pratiques du gestionnaire. C'est par exemple le cas du fonds CroissanceFutureAgri Fund I où 4 des 5 membres du comité sont des représentants de la compagnie d'assurance Old Mutual ou du fonds de pension PIC, les deux principaux investisseurs du fonds. Par ailleurs les comités comptent aussi souvent dans leurs rangs des directeurs indépendants, choisis en référence à leur expérience dans la finance ou l'agriculture. Ainsi, le cinquième membre du comité du fonds Agri Fund I est TG, un ancien directeur général du ministère du développement rural et de la réforme foncière –*rural development and land reform department*.

Dans ce premier cas, le comité d'investissement constitue un espace de débat et de production d'un compromis entre les investisseurs et le gestionnaire. Le comité du fonds Agri Fund I par exemple dispose des compétences pour amender ou actualiser la politique d'investissement du fonds. La société de gestion FUU a souhaité en 2012 réaliser un amendement de sa politique d'investissement dont la version initiale limitait à 65% les actifs du fonds dédiés à une même culture. Après la présentation du projet au comité, celui-ci a levé la restriction et permis au gestionnaire d'acquérir une exploitation agricole supplémentaire dédiée à la culture du citron (FUU 2013). Par ailleurs, le comité dispose des prérogatives suivantes :

- il valide les projets d'acquisition et d'expansion ;

---

<sup>2</sup> Une arène est un lieu de débat et de confrontation de points de vue divergents mais surtout un espace de prise de décision et d'élaboration d'un compromis (Jobert 1994).



- il valide le budget des entreprises-cibles, les écarts de budget excédant les 500 000 rands et fixe une liste d'engrais et de produits chimiques utilisable par les opérateurs ;
- il prévient tout conflit d'intérêt entre les gestionnaires et les entreprises-cibles et veille au respect de la législation, et notamment à la mise en conformité avec le *financial advisory and intermediary services Act* (2002)<sup>3</sup> ;
- enfin, le comité définit les procédures d'évaluation des actifs.

Dans ce premier cas, le comité d'investissement s'apparente au conseil d'administration des sociétés anonymes et constitue "un instrument disciplinaire aux mains des actionnaires" (Aglietta et Rébérioux 2004, 52).

Dans le second cas, modèle dominant dans l'industrie du *private equity* et dans notre panel, le gestionnaire nomme lui-même les directeurs qui siègent au comité. Ceux-ci sont sélectionnés soit au sein des réseaux de la société de gestion et de sa société-mère, soit plus généralement au sein de l'industrie financière. Les directeurs indépendants du comité occupent souvent plusieurs positions de directeurs non-exécutifs et apportent une expertise et un réseau spécifique en matière de transaction et de finance d'entreprise<sup>4</sup>. Le comité d'investissement du fonds AAF par exemple est présidé par un comptable et entrepreneur Zambien, ancien directeur de l'agence de privatisation zambienne, membre de plusieurs conseils d'administration d'entreprises en Afrique et de l'institution financière de développement britannique CDC.

Lorsque les investisseurs ne sont pas représentés au comité d'investissement comme dans Agri-life Fund ou Agriculture and Agribusiness Fund, les accords de partenariat créent en parallèle un conseil consultatif. Celui-ci réunit une fois par trimestre les gestionnaires et les investisseurs pour examiner ensemble l'état d'avancement des projets du fonds, vérifier le respect de la politique d'investissement et contrôler le budget. Toutefois le conseil n'a pas de pouvoir contraignant et il peut seulement émettre des avis à l'attention du gestionnaire. Le conseil consultatif reste toutefois le principal vecteur par lequel les investisseurs peuvent contrôler et interagir avec le gestionnaire au cours de la durée de vie du fonds. Pour reprendre la distinction opérée par Bruno Jobert, le conseil consultatif est davantage un « forum » qu'une « arène », espace de délibération plutôt qu'espace décisionnel (Jobert 1994).

Tous les investisseurs n'ont cependant pas accès à ce conseil consultatif et il existe des règles strictes qui encadrent sa composition. En la matière, la norme est de limiter ce conseil à une dizaine de membres comprenant les investisseurs qui s'engagent les premiers aux côtés du gestionnaire et ceux

---

<sup>3</sup> D'où la présence d'une représentante du département « mise en conformité » –*compliance*– de la société de gestion CroissanceFuture au sein du comité.

<sup>4</sup> Au sein de notre panel on trouve des directeurs africains, mais aussi beaucoup de directeurs issus des pays du Nord qui viennent se « recycler » dans l'industrie du *private equity* en Afrique après une carrière dans les grandes institutions financières européennes ou américaines. C'est le cas par exemple de DW, membre du comité d'investissement de l'African Agriculture Fund, un banquier d'affaire écossais passé par les banques Baring Borthers, JP Morgan et City Group.

qui apportent un volume conséquent de capitaux. Par exemple dans le cas du fonds AAF, les institutions financières de développement (IFD) pour prétendre à un siège au conseil doivent investir au moins 10 millions de dollars et les investisseurs institutionnels privés au moins 5 millions. Les investisseurs institutionnels, et plus particulièrement les IFD, accordent beaucoup d'importance à leur présence au sein des conseils. Cependant, la capacité réelle des membres du conseil à infléchir les pratiques du gestionnaire fait débat. En effet, la prise en compte des avis et des recommandations émises dépend de la seule volonté du gestionnaire et l'efficacité du conseil comme instrument de contrôle ne fait pas l'unanimité. Dans l'extrait d'entretien ci-dessous, deux chargés d'investissement de la Banque de développement d'Afrique australe expriment leurs désaccords sur le rôle du conseil :

*« AD : Comment est-ce que vous gérez vos investissements de private equity ?*

*HP : Une partie de la leçon que nous avons retenue, c'est que tu ne pèses pas assez si tu n'es pas au conseil consultatif...*

*LS : Désolé, juste un commentaire par rapport à ça, parce que j'ai toujours pensé que le conseil consultatif est inutile ; les gens sont très heureux d'y être, mais si tu regardes le mandat du conseil, tout ce qu'il peut faire c'est de dire : c'est bien dans le mandat que nous avons fixé. Pour le reste les gestionnaires n'ont pas l'obligation de t'écouter.*

*HP : Oui, ils n'ont pas à le faire mais à partir de notre expérience, on sait que les gestionnaires le prennent sérieusement en considération. En particulier en ce qui concerne les enjeux relatifs à la valeur et à l'évaluation parce que c'est un des accidents majeurs qui nous touche tous »<sup>5</sup>.*

Dans nos études de cas, le degré de participation des investisseurs aux arènes et aux forums de cogestion est fonction de la structure juridique du fonds ou de la firme d'une part mais surtout du rapport de force qui s'instaure avec le gestionnaire d'autre part. Par exemple, le fonds Granary Investments qui compte un unique investisseur ne dispose pas de son propre comité d'investissement et les projets du gestionnaire sont directement soumis au comité du fonds de dotation, à Boston. Selon le nombre d'investisseurs réunis dans le fonds et leurs compétences respectives, la composition et le périmètre d'actions des différentes arènes et fora s'en trouvent donc modifié.

Les réunions du comité d'investissement rythment le travail du personnel des sociétés de gestion qui doivent préparer un rapport de synthèse pour les membres du comité et dont le travail est ensuite décortiqué et analysé. A cette occasion, tout le personnel concerné par la transaction est représenté (partenaire senior, chargé d'investissement, analystes, ingénieur agronome) afin de répondre aux questions posées comme le raconte TR, chargé d'investissement chez FUU :

*« TR : Donc le conseil d'investissement, on envoie nos trucs, on leur laisse 5 jours, on commence. Alors les rôles sont bien distribués, généralement c'est le senior qui parle ou c'est*

---

<sup>5</sup> Entretien HP, chargé d'investissement, DBSA, Johannesburg, 6 mars 2015.

*moi qui commence à présenter le deal, par exemple la dernière fois, je commence à présenter la transaction. Je présente, ils commencent à poser des questions... Sur des questions techniques, sur le modèle financier, ou sur ce qui est dans le mémorandum, les questions auxquelles je peux répondre je réponds. Sur les questions beaucoup plus stratégiques, généralement, il y a une hiérarchie dans la conversation, il y a une hiérarchie dans les débats, c'est le senior qui répond sur les questions stratégiques, parce que à la fin, c'est lui qui est en charge... C'est lui qui prend les décisions. Donc moi c'est plutôt sur les parties... Sur ce que j'ai écrit : pourquoi ce scénario ? Parle-moi plus de l'opérateur ?*

*AD : Mais ça ils l'ont déjà reçu par écrit ?*

*TR : Ils veulent toujours plus de détails. Il y a une stratégie aussi dans la rédaction de ton rapport d'investissement. Tu veux qu'il soit le plus concis possible, le plus court, parce que tu ne veux pas qu'il y ait des questions. Il faut qu'ils (les membres du comité d'investissement) soient rassurés. Evidemment qu'il y aura des questions parce que c'est son travail. S'il vient là et qu'il a aucune question c'est qu'il n'a pas fait son travail, il faut qu'il ait un regard critique et donc il va poser des questions qui sont parfois...chiantes, enfin pas chiantes, mais qui peuvent être à côté du propos. Si tu veux le conseil d'investissement ce qu'on veut qu'il voit c'est le risque, encore on revient sur le risque, et le retour sur investissement. C'est ce qu'il faut qu'ils analysent et qu'ils déterminent, mais des fois ça dérive sur des questions très techniques, sur le flux de l'eau etc, donc ça c'est André qui répond mais on essaye de canaliser ça et de rediriger la conversation. Et donc parfois ils nous demandent quel opérateur, donc tu leur réponds qu'ils sont dans tel pays, qu'est-ce qu'ils vendent là-bas, etc. Parfois tu ne peux pas répondre donc tu leur dis je note et je reviendrai vers vous et on vous répondra après.*

*AD : Donc eux sont tenus d'avoir des questions à poser ?*

*TR : Ben oui, puisque en fin de compte, ce sont eux qui valident l'investissement. Si tu veux si il y a un souci, ce sont eux qui ont validé l'investissement. Tu as pu faire une erreur mais c'est à eux de soulever l'erreur et de dire vous avez fait une erreur corrigez-la. Si tu as fait une erreur et qu'ils ne l'ont pas soulevé, c'est eux qui sont responsables, après toi aussi tu es responsable. C'est comme un comité de sages, ils sont censés valider, signer. Donc ils ont une responsabilité importante de bien comprendre, en leur âme et conscience, en ayant tous les éléments en main de pouvoir...prendre une décision d'investissement en fait (...) Nous...on ne présentera jamais un deal qui est susceptible de... qui aura beaucoup de risques de faillir parce qu'on aura l'air con. On aura l'air stupide de présenter des deals qui répondent pas aux critères »<sup>6</sup>.*

---

<sup>6</sup> Entretien téléphonique TR, chargé d'investissement, FUU, Le Cap, 23 mars 2015.

On voit bien à travers cet extrait d'entretien que les comités sont des moments de mise en scène des hiérarchies existantes au sein de l'équipe de gestion, et entre les membres de l'équipe et ceux du comité. Ces derniers, plus âgés et occupants des positions professionnelles plus élevées, sont regroupés en « conseil des sages » lequel garantit le respect des bonnes pratiques et procédures de la gestion financière. Les réunions du comité sont alors des mises en scène de la responsabilité procédurale des gestionnaires puisque c'est la communauté financière dans son ensemble qui, par la voie des membres du comité, valide le projet d'investissement. A ce titre, le comité est l'espace de production d'un consensus entre les professionnels de la finance. Enfin, les comptes rendus du comité sont archivés et constituent la mémoire légale du fonds ou de la firme de *private equity*.

Au sein de notre panel, le cas de la firme Cédre Investments est original puisque celle-ci a été structurée comme société anonyme ; par conséquent le conseil d'administration (CA) est l'arène du contrôle effectif des actionnaires sur le gestionnaire<sup>7</sup>. Les directeurs du CA sont élus par l'assemblée des actionnaires (voir encadré 4.1) et le conseil est donc dominé par les représentants du groupe PSG, promoteur du projet et investisseur majoritaire. A l'inverse des sociétés en commandite par exemple, le montage juridique de Cédre Investments repose sur un mécanisme de contrôle direct des actionnaires basé sur le principe majoritaire et non sur le principe d'une délégation procédurale.

Encadré 4.1 : L'assemblée annuelle de Cédre Investments

L'assemblée annuelle de Cédre Investments du 23 juin 2014 s'est déroulée en trois temps :

- vote à bulletin secret des résolutions présentées aux actionnaires dans le rapport annuel, lesquelles concernaient les réélections au conseil d'administration de la holding ;
- présentation des résultats par le directeur exécutif, d'abord au niveau du portefeuille global puis entreprise par entreprise ;
- questions des actionnaires aux gestionnaires.

Cette assemblée a duré deux heures devant un auditoire composé des représentants des sociétés de gestion d'actifs, quelques actionnaires individuels et en présence des dirigeants des entreprises du portefeuille. Tout au long de l'assemblée il est apparu une forte connivence entre les gestionnaires sur scène et le public ; ceci se traduit par la langue par exemple, puisque la réunion s'est tenue alternativement en anglais et en afrikaans ; ensuite lors de l'élection des membres du conseil d'administration, le président sortant affichait une ostensible légèreté déclarant par exemple à l'attention des actionnaires : « *Faites attention car je sais qui vote quoi* » ; plus tard il n'y a eu que deux questions de la salle à l'attention des gestionnaires. Cet événement était donc davantage l'occasion de mettre en scène l'alliance entre les actionnaires/investisseurs, les gestionnaires et les

<sup>7</sup> Celui-ci se réunit aussi une fois par semestre et est en charge de la représentation des actionnaires et de la promotion de leurs intérêts ; de la validation de la stratégie ; de la nomination et de la supervision de l'équipe de direction opérationnelle (Cèdre 2012).

dirigeants des entreprises, le directeur de la société de gestion remerciant à plusieurs reprises les différentes parties et réaffirmant l'unité de la « famille Cédre ».

A travers les différentes arènes et fora les investisseurs participent, plus ou moins activement, à la gestion du fonds et cherchent à encadrer les pratiques du gestionnaire afin de se prémunir contre une dérive en dehors des jalons posés par la documentation juridique. Si le principe de la délégation est au fondement des différentes architectures institutionnelles, son application effective est variable. En effet, la représentation des investisseurs au sein des arènes de cogestion oscille entre une représentation directe et une représentation par procuration.

### **1.1.2. Conseil d'administration : garantir les intérêts propres de l'entreprise**

En aval, les interactions entre gestionnaires et dirigeants au cours de la durée de vie du partenariat ont principalement lieu au sein du conseil d'administration (CA) –*board*– des entreprises-cibles. En vertu de la théorie de l'agence et des principes de la valeur actionnariale, le CA est l'organe de contrôle des actionnaires sur l'entreprise (Aglietta et Rébérioux 2004). Lors de leur entrée au capital d'une entreprise, les gestionnaires négocient toujours un ou deux siège(s) au sein du conseil aux côtés des autres actionnaires et des dirigeants. Cependant, il n'existe parfois pas de CA avant l'arrivée des fonds ou des firmes de *private equity* comme dans le cas de l'entreprise sud-africaine Dew Crisp. La création d'un conseil d'administration est alors une tâche prioritaire à laquelle s'attache le gestionnaire afin d'insérer l'entreprise dans les filières agro-financière du *private equity* :

« AD : *Quel rôle joue le conseil d'administration ?*

AT : *Tout d'abord, avoir un CA est une étape importante, puisque la majorité des entreprises dans lesquels investissent les fonds de private equity n'en ont pas. Il n'y a pas de structures de gouvernance entrepreneuriale formelles. Avoir un CA est la première étape, puis il faut s'assurer que le CA fonctionne correctement. Le rôle d'un directeur c'est de représenter les intérêts de l'entreprise, pas de représenter les intérêts des actionnaires individuels. Si le directeur est aussi actionnaire, alors son rôle n'est pas de représenter ses propres intérêts. Si tu as un CA qui fonctionne bien, c'est une étape décisive dans la bonne direction* »<sup>8</sup>.

Même lorsque de telles arènes existent, celles-ci remplissent parfois des fonctions opérationnelles qui ne correspondent pas aux principes de « bonne gouvernance » prônés par les sociétés de gestion. Par exemple, au sein des anciennes coopératives de producteurs sud-africains, le conseil d'administration est souvent un espace d'échange sur les problématiques relatives à la production agricole<sup>9</sup>. A l'inverse, les sociétés de gestion cherchent à introduire les « bonnes pratiques de la gouvernance

<sup>8</sup> Entretien téléphonique AT, consultant spécialisé dans les investissements agricole en Afrique ; ex-chargé d'investissement pour la CDC, 23 mars 2015

<sup>9</sup> « Il y a 10 ans il n'était pas rare d'entendre au conseil d'administration des discussions sur les boulons et les écrous ; mais aujourd'hui on discute des perspectives d'investissement, des tendances du marché...On a une approche beaucoup plus business ». Entretien CR, directeur financier, Senwes, Klerksdorp, 11 août 2014.

entrepreneuriale »<sup>10</sup> en vigueur, en vertu desquelles la seule question légitime au sein du CA doit être : comment « *maximiser le rendement financier perçu par les actionnaires* » (Aglietta et Rébérioux 2004, 353). Concrètement cela se traduit par le remplacement de membres du CA et la nomination de représentants du fonds d'une part et de « directeurs indépendants ». Le fonds AAF-SME qui investit uniquement dans les PME est particulièrement engagé dans cet effort de restructuration des CA :

*“AD: Quelle est la plus-value de Dalvabank Agri dans les entreprises?”*

*KG : Dans toutes nos entreprises, la gouvernance est un domaine où nous pouvons ajouter beaucoup de valeur. Donc après l'investissement, on essaye vraiment de changer la structure du CA parce que dans beaucoup de ces business, il y a des membres de la famille au sein du CA, alors que le CA est censé donner une direction au business. Mais là, tu as des membres de la famille...qui ne sont pas compétents pour prendre ce type de décision. Donc on essaie de réorganiser leur CA et nous plaçons à l'intérieur nos hommes, que ce soit des représentants de l'équipe ou parfois nous recrutons des membres indépendants, des personnes influentes sur leurs marchés locaux. Et nous apportons toute cette expertise dont ils n'ont jamais bénéficié. Je pense que c'est un moyen crucial pour ajouter de la valeur, parce qu'avec les membres du CA tu apportes une nouvelle façon de penser à laquelle le business n'avait jamais été exposé auparavant »<sup>11</sup>.*

Le recrutement de directeurs indépendants recouvre des enjeux particuliers pour les gestionnaires. D'une part, ces nominations permettent d'insérer l'entreprise dans les réseaux économiques et les milieux d'affaires locaux via des stratégies de « directions imbriqués » -*interlocking directorate* (Mizruchi 1996). Ainsi, le CA de l'entreprise sierra-léonaise Goldtree, dédiée à la production d'huile de palme et qui compte le fonds AAF parmi ses actionnaires, comprend dans ses rangs trois entrepreneurs sierra-léonais reconnues, engagés en particulier dans les industries minières. D'autre part, l'indépendance des directeurs serait une garantie de la défense des « intérêts propres de l'entreprise » au détriment des intérêts de ses différentes composantes. L'indépendance des directeurs, c'est-à-dire leur extériorité au secteur d'activité et au métier de l'entreprise, est aujourd'hui un principe cardinal de la « bonne gouvernance » lequel permet un contrôle de l'entreprise depuis l'extérieur (Aglietta et Rébérioux 2004). Enfin autour du CA, les gestionnaires prônent aussi la mise en place de comités spécialisés à commencer par un comité d'audit et un comité de rémunération. A travers de tels comités, les représentants des gestionnaires véhiculent des pratiques et des normes standards.

Cette infrastructure institutionnelle et cognitive autour du CA constitue d'une part le vecteur privilégié du contrôle de la société de gestion sur les dirigeants et d'autre part le site d'actualisation, et parfois de

---

<sup>10</sup> Voir par exemple en Afrique du sud le code King III de la « bonne gouvernance ».

<sup>11</sup> Entretien téléphonique KG, chargée d'investissement 1, Dalvabank Agri, 3 mars 2015.

la contestation, du partenariat gestionnaire/dirigeants<sup>12</sup>. Dans le cadre de la filière du *private equity*, le conseil d'administration a pour principale mission de veiller au respect du *business plan* défini en amont. Cependant, les prérogatives du CA ne se limitent pas à constater l'écart par rapport aux objectifs initiaux et le conseil joue un rôle proactif dans l'actualisation des objectifs et dans la définition des moyens déployés pour les atteindre. Si le *business plan* initial trace les lignes directrices de la gestion de l'entreprise, le CA se focalise sur les performances réelles de l'entreprise et n'hésite pas à redéfinir la stratégie au fur et à mesure. Ainsi, le plan de développement de l'entreprise WestEnd Farm, préparé par les dirigeants et la société de gestion Dalvabank Agri, a connu un virage à 180 degrés quelques mois seulement après le rachat de l'entreprise :

« AD : Est-ce que vous adaptez vos prévisions au gré des événements ?

VD : Bien sûr ! On a ce business au Cameroun qui cultive du maïs, du soja et qui ont aussi des cochons. Au départ notre thèse d'investissement, notre raisonnement initial, était : on fera certainement plus d'argent avec le maïs, le soja, parce que ces produits sont très demandés au Cameroun. Donc on a commencé avec ce plan, mais on a progressivement réalisé que nous faisons beaucoup plus d'argent avec les cochons. Donc on a décidé de se focaliser davantage sur la production de porcs. On s'adapte en permanence, pas seulement à l'environnement politique, mais aussi au business lui-même. Parce que parfois, ce que tu prévoyais ne se produit pas, et à la place il y a les cochons, donc tu vas pousser cet aspect-là »<sup>13</sup>.

Au sein du CA, l'entreprise est perçue à travers l'évolution de ses performances financières et plus particulièrement à partir des flux de trésorerie disponibles. Ces indicateurs guident alors l'actualisation régulière de la stratégie de développement. Ainsi, l'alliance gestionnaire/dirigeant repose sur la souplesse et le « pragmatisme » des acteurs à l'égard des termes de référence du partenariat formalisé dans le cadre du *business plan*, c'est à dire sur leurs capacités à renégocier et à s'accorder au fur et à mesure sur de nouvelles orientations. Cependant la réactualisation de la stratégie n'est pas automatique et le conseil d'administration est le lieu d'intenses négociations entre dirigeants et gestionnaires. Lorsque le fonds de *private equity* est un actionnaire minoritaire, le gestionnaire s'engage dans un travail pédagogique en vue de convaincre les dirigeants de la pertinence de sa nouvelle stratégie. Mais les résultats sont incertains et par exemple les gestionnaires d'Agri-life se sont heurtés pendant 5 ans

---

<sup>12</sup> Il est intéressant de noter que les exploitations agricoles sud-africaines de notre panel, notamment celles des fonds CroissanceFutureAgri Fund I et Granary Investments, n'ont pas de conseils d'administration. Ceci tient principalement au fait que ces fonds et ces firmes de *private equity* acquièrent la totalité du capital par conséquent il n'y a ni d'autres groupes d'actionnaires avec lesquels il faudrait se coordonner, ni partenariat avec les dirigeants puisque les managers agricoles sont employés par la société de gestion ou une compagnie opératrice et donc ils sont placés dans une position de subordonnés. Le contrôle de la société de gestion s'opère sans médiation dans le cadre de réunions opérationnelles –*ExCo meetings*– comme nous le verrons plus loin. A l'inverse dans les exploitations agricoles comme Faucon ou Southern Farm où la transaction débouche sur un réel partenariat, les différentes parties interagissent aussi dans le cadre d'un CA.

<sup>13</sup> Entretien téléphonique, VD, chargé d'investissement 2, Dalvabank Agri, 12 mars 2015.

au refus des deux dirigeants de l'entreprise sud-africaine Dew Crisp de s'engager dans une stratégie de croissance externe en Afrique.

Enfin, le CA est l'arène d'évaluation des dirigeants par les actionnaires de l'entreprise par rapport aux objectifs et aux échéances qui leur ont été assignées dans le *business plan*. Au cours de chaque réunion, le binôme directeur exécutif/directeur financier présente les résultats et défend son bilan. En cas d'écart important, le conseil a le pouvoir de les remplacer comme dans le cas de Capespan où l'acquisition par Cédre Investments de la majorité des parts s'est traduite par la nomination d'un nouveau directeur exécutif.

Le comité d'investissement et le conseil d'administration constituent des arènes centrales dans le gouvernement des filières agro-financières du *private equity*. Celles-ci sont des rouages décisifs de la « bonne gouvernance » actionnariale et du pouvoir des investisseurs. Néanmoins, on ne peut les réduire à de simples chambres d'enregistrement puisqu'elles sont le lieu de débats et négociations entre les deux parties au cours desquels sont réactualisés les termes de leur alliance.

## **1.2. Le « contrôle à distance » au sein des filières du private equity**

La régulation des filières agro-financières repose aussi sur une large palette de normes et de procédures standardisés dont la mise en œuvre est assurée par une bureaucratie spécialisée (Montagne 2006). La prolifération des normes et des mécanismes de contrôle à distance s'inscrit dans l'avènement de la « gouvernance » comme régime de régulation dominant de l'entreprise. Gérard Charreaux et Peter Wirtz donne la définition suivant de la gouvernance :

*« l'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit qui gouverne leur conduite et définit leur espace discrétionnaire, ce que Pérez traduit de façon imagée comme le management du management »* (Charreaux et Wirtz 2006, 7).

Mais en complément des mécanismes de gouvernance, la régulation des filières du *private equity* repose aussi sur la mobilisation d'instruments coercitifs.

### **1.2.1. La normalisation au cœur du gouvernement des filières**

Plusieurs auteurs se sont intéressés au processus de normalisation comme un instrument de pouvoir et de domination dans le champ économique. Peter Gibbon, Jennifer Bair et Stefano Ponte ont analysé le processus de normalisation dans le gouvernement des chaînes de valeur globales. Selon ces auteurs, la normalisation fait tendre les pratiques des acteurs vers une norme de référence qui rend possible les échanges et les transactions (Gibbon, Bair, et Ponte 2008). Au sein des filières agro-financières du *private equity*, les acteurs mobilisent aussi une large palette de normes : des normes de transparence, des normes comptables et des normes environnementales et sociales. D'une part, celles-ci formatent



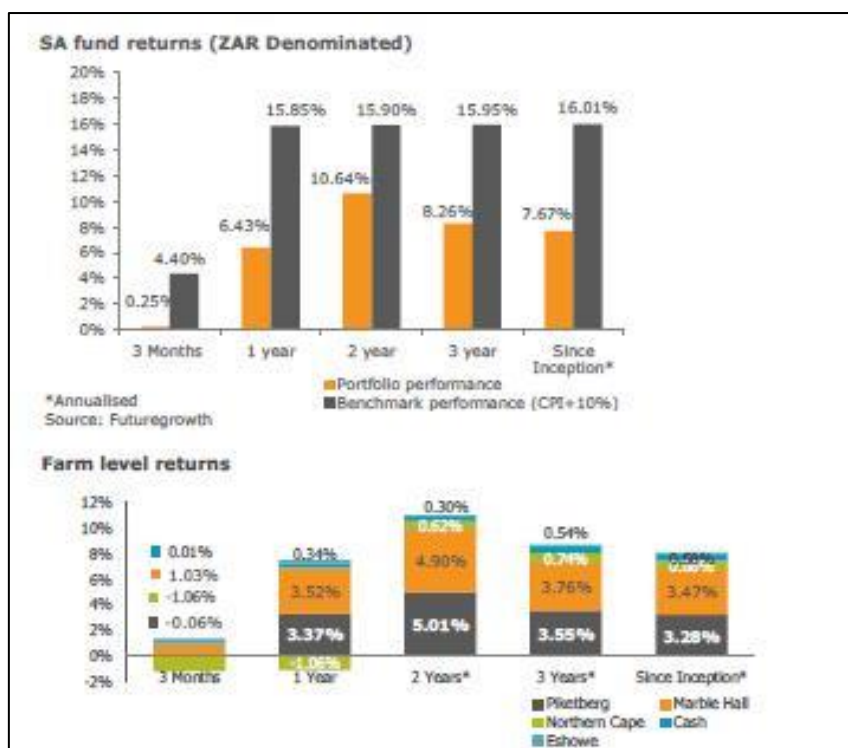
les pratiques des acteurs et simplifient l'action collective ; d'autre part, elles instaurent et figent les rapports de force.

Tout d'abord, les normes de transparence –*reporting*– sont au cœur des échanges entre les trois groupes d'acteurs. Ces derniers sont tenus d'évaluer leurs pratiques et de rendre des comptes à l'échelon supérieur sous la forme de rapports. Ainsi, les gestionnaires préparent chaque année un rapport annuel sur leurs activités lequel est ensuite adressé à tous les investisseurs du fonds ou de la firme de *private equity* (voir encadré 4.2).

#### Encadré 4.2 : La politique des rapports du CroissanceFutureAgri Fund I (FUU 2014a ; 2014b)

Les sociétés de gestion FUU et CroissanceFuture adressent à la fin de chaque année civile deux rapports à leurs investisseurs : le premier sur les performances financières du fonds et le second sur les performances environnementales et sociales.

Le rapport annuel préparé par FUU débute par une mise en perspective réalisée par le directeur de la société de gestion de l'année écoulée qui rappelle aussi leurs objectifs et politique d'investissement. Ensuite, le rapport présente le modèle et les normes de gouvernance qui régit le bon fonctionnement du fonds. Dans une seconde partie, le rapport détaille la composition du portefeuille du fonds, l'état d'avancement de l'allocation des capitaux et les performances financières. Comme on le voit dans le graphique ci-dessous, les performances réelles du fonds sont présentées face aux objectifs de rendement puis décomposées au niveau de chaque entreprise-cible.



La troisième partie est plus descriptive puisque les gestionnaires reviennent pour chacune des exploitations agricoles sur les investissements réalisés et les principaux événements au cours de l'année passée<sup>14</sup>. Cette partie narrative inclut régulièrement des témoignages des dirigeants ou des managers de l'entreprise, mais aussi des photos et des illustrations du site. Enfin en annexe se trouve le bilan comptable du fonds ou de la firme de *private equity*. Le rapport 2013 compte 36 pages, plus les annexes comptables en 2013.



Les rapports préparés par FUU accordent une attention particulière aux aléas climatiques annuels et à leurs impacts sur la productivité des exploitations agricoles. Les aléas climatiques sont détaillés comme une variable autonome qui échappe au contrôle du gestionnaire, mais qui affecte les performances des exploitations du fonds, donc la production de valeur, tout comme les fluctuations des marchés boursiers impactent la valeur des actions malgré les « précautions » prises par les gestionnaires. Dans les comptes rendus, les aléas climatiques sont comparés à un climat « moyen », stable et constant, qui serait perturbé ponctuellement par des facteurs exceptionnels, au même titre que les chocs boursiers sur le marché des actions<sup>15</sup>.

Le rapport sur les performances environnementales et sociales *-impact report-* débute aussi par une présentation de la politique du fonds en la matière rédigée par la consultante ESG qui souligne la mise en conformité de leurs investissements par rapport aux normes de performance de l'IFC. Puis les procédures d'évaluation et les projets environnementaux et sociaux sont exposés. Ensuite, le rapport revient ferme par ferme sur les enjeux sociaux propres à chacune d'elles en termes de démographie ou de saisonnalité des productions. La deuxième partie du rapport est structurée autour des 5 principes des « Nations-Unies pour des investissements responsables dans l'agriculture<sup>16</sup> ». Pour chaque

<sup>14</sup> « L'opérateur s'est focalisé sur la préparation des sols pour le projet de développement de la culture des citrons. Ils sont parvenus à terminer le travail sur les sols avant les pluies d'hiver. C'était un élément important car ils avaient besoin qu'une culture intermédiaire piège à nitrate soit lancée avant les pluies pour éviter une érosion des sols » (FUU 2014a, 8).

<sup>15</sup> « Cette saison a été particulièrement difficile pour l'opérateur à cause du gel tardif dans la région. Ainsi, la récolte finale a été 30% inférieure aux estimations sur les trois sites de production, Onderstepoort étant le plus affecté » (FUU 2014a, 10).

<sup>16</sup> « Promouvoir la durabilité environnementale; respecter les droits humains et du travail; respecter les droits sur les ressources naturelles; soutenir les standards éthiques et des affaires ; reporter sur les activités et les

catégorie, le rapport liste les domaines d'intervention clefs correspondants puis les mesures prises par la société de gestion dans le domaine. Les performances sociales sont synthétisées sous la forme d'une matrice originale qui comprend plusieurs indicateurs- le nombre de travailleurs permanents et temporaires, le nombre de travailleurs ayant accès à une couverture médicale, le nombre de travailleurs inscrits à des sessions de formation et d'alphabétisation- et compare leurs évolutions par rapport au point de départ

Ces rapports constituent un vecteur privilégiés de communication entre les investisseurs et leur gestionnaire. D'une part s'ils donnent des indications sur l'avancement du fonds et ses performances, ces rapports s'attachent surtout à incarner les investissements du fonds aux yeux des investisseurs. D'autre part, ces rapports s'inscrivent aussi dans un travail pédagogique de justification du bien-fondé de ces investissements. Ainsi que ce soit par rapport au choix de l'emplacement des entreprises, aux types de cultures, aux stratégies de développement et aux programmes de modernisation mis en œuvre, ces rapports explicitent et étayent la stratégie des gestionnaires. Le caractère parfois très narratif des rapports est donc à mettre en lien avec la volonté d'incarner les investissements et d'entretenir la croyance dans leurs capacités à créer de la valeur. Par ailleurs, il s'agit aussi de compenser l'absence d'indicateurs chiffrés et de repères stabilisés propres aux investissements dans l'agriculture.

A travers les procédures de rapports, les acteurs instaurent la transparence tout au long des filières agro-financières via la production d'un flux d'information standardisé. A ce titre, le rapport environnemental et social préparé par FUU contribue à étoffer ce flux à travers des indicateurs portants sur les dimensions non directement financières. Paradoxalement, les rapports mettent davantage à distance les entreprises en véhiculant une image évanescence, débarrassé des conflits et des rapports de force entre les différentes parties-prenantes.

Au niveau des entreprises-cibles les dirigeants adressent des comptes rendus réguliers au gestionnaire. Premièrement, les dirigeants des entreprises-cibles font parvenir avant chaque conseil d'administration un rapport d'activités aux actionnaires. Deuxièmement, plusieurs gestionnaires privilégient un suivi et un contrôle des entreprises en flux tendu via la mise en place d'un système informatisé de suivi des flux de trésorerie ou des opérations de production. Par exemple les gestionnaires de Cédre Investments imposent aux managers de l'entreprise zambienne Faucon, dédiée à la production de céréales, de remplir chaque mois un formulaire standard concernant les opérations effectuées et les dépenses engagées. Ces infrastructures de transparence permettent ainsi une évaluation des performances quasi instantanée par des acteurs situés à distance du site de la production. Les données sont actualisées en permanence et comparées aux objectifs assignés aux dirigeants. Le gouvernement des filières agro-

financières du private equity repose donc sur un approfondissement de la transparence et des structures de contrôle :

*« Si on ne mesure pas, ils (les managers des fermes) trouveront des excuses très faciles sur le terrain et dans trois ans l'argent se sera envolé parce que c'est l'argent de l'entreprise... C'est pour ça qu'on continue à améliorer nos systèmes de mesure et de gestion des capitaux...Et qu'on veut optimiser notre système comptable parce que ça fera baisser nos coûts administratifs».*<sup>17</sup>

Le contrôle à distance, et notamment la production d'un flux d'information standardisé tout au long des filières agro-financières, nécessite l'imposition d'un langage et de normes d'évaluation de référence. Ainsi les gestionnaires mettent en place une normalisation comptable dans les entreprises-cibles à travers le « référentiel comptable international » que sont les normes anglo-saxonnes *International Financial Reporting Standards* (IFRS) développées par l'*International Accounting Standards Board*<sup>18</sup> (IASB) (Chiapello 2005). Cet effort de normalisation entrepris par les gestionnaires connaît des intensités variables selon les pays. En Afrique du sud, les entreprises cotées sur le JSE sont dans l'obligation d'adopter les normes de l'IASB en vertu du *Companies Act* de 2009 et ces normes constituent déjà la norme comptable dominante dans le pays (Middelberg 2011). En revanche à Madagascar les normes comptables en vigueur sont hérités du « système patrimonial européen » (Capron 2005). L'entrée du fonds AAF-SME au capital de l'entreprise malgache Guanomad s'est ainsi traduite par une hybridation de la comptabilité qui reflète la double inscription de l'entreprise, à la fois dans le système juridique malgache et dans le cadre normatif de la filière agro-financière :

*« AR : A Madagascar on est plutôt francophone donc le modèle de reporting légal est un modèle francophone. Mais les exigences du fonds, ils sont habitués à fonctionner sur des modèles anglo-saxons. Ils sont différents. Ils sont différents de ce que l'on a l'habitude de faire. Donc il y a des périodes d'adaptation qui parfois peuvent être assez lourdes pour l'entreprise avant de s'adapter réellement.*

*AD : Concrètement quelle est cette différence entre espaces anglophone et francophone?*

*AR : Par exemple lors des états audités. La structure du compte de résultat par exemple, le reporting que nous on doit faire, ils ont déjà une matrice qu'ils utilisent pour toutes les entreprises qui sont dans le portefeuille. Avec des modèles d'analyse différents. Nous on a juste l'habitude d'utiliser par exemple des modèles qui étaient assez classiques, les drops, les variations contrôlées, les variations de stocks...la consommation et tout ça. Et eux ils ont des*

---

<sup>17</sup> Entretien WM, Faucon, directeur exécutif, Le Cap 5 aout 2014.

<sup>18</sup> Comme l'explique Eve Chiapello, les normes définies par l'IASB promeuvent le concept de la juste valeur laquelle repose sur la primauté dans le bilan des entreprises des valeurs de marché et sur la généralisation de l'actualisation des flux de trésorerie (Chiapello 2005).

*structures d'analyses qui sont...un peu différentes dans la forme et un peu différentes dans le niveau d'analyse. Ça a pris un peu de temps pour se mettre au diapason avec eux.*

*AD : Mais aujourd'hui c'est des outils que vous avez adopté?*

*AR : On fonctionne en hybride actuellement. On doit faire le reporting à eux et on doit faire le reporting exigé par la législation malgache. Donc on fonctionne actuellement en double reporting »<sup>19</sup>.*

Comme le montre Eve Chiapello, les normes comptables « *médiatisent une vision de l'entreprise* », et les normes IFRS médiatisent une conception particulière :

*« C'est en revanche plus qu'avant l'entreprise vue par ceux qui en font le commerce. Ce n'est pas tant l'entreprise comme institution produisant de la marchandise qui est mis au premier plan, mais l'entreprise comme marchandise, ou plutôt comme panier de marchandises, parmi lesquelles les investisseurs pourraient symboliquement faire leur marché » (Chiapello 2005).*

La normalisation comptable entreprise est donc une composante essentielle du gouvernement à distance des filières agro-financières du *private equity*. Les gestionnaires s'engagent dans un travail de traduction entre l'amont et l'aval qui prend dans cet exemple la forme des normes de l'IASB.

Le dispositif du *private equity* à travers ses procédures de transparence et ses normes comptables a un caractère performatif (MacKenzie 2006). Effectivement, les normes comptables poussent les acteurs à rationaliser et à autocontrôler leurs propres pratiques en fonction des attentes à leur égard, en l'occurrence des attentes des investisseurs. Michael Power a montré comment le développement de l'audit formate les pratiques des acteurs au sein de l'entreprise qui cherchent à rendre celles-ci « auditables », et ce avant même les procédures effectives d'audit (Power 2005). Dans notre panel, les flux actualisés de trésorerie s'imposent donc comme l'indicateur de référence parmi les cadres des entreprises-cibles et contraignent leur champ du possible.

Par exemple, dans le cas du fonds Granary Investments, la grande majorité des exploitations agricoles acquises en Afrique du sud dans les provinces orientales pratiquent la polyculture, et outre la culture de céréales, les agriculteurs précédents ont développé une activité d'élevage extensif sur les vastes parcelles non irriguées. Alors que le mandat initial de la société de gestion sud-africaine portait uniquement sur des fermes produisant des céréales, l'investisseur a finalement consenti à investir dans ces exploitations agricoles mixtes. Dans le cadre de ses obligations à l'égard de l'investisseur, les gestionnaires ont l'obligation de réaliser deux fois par an une évaluation des flux de trésorerie actualisée de chacune de leurs exploitations. Ils ont alors rapidement fait face à certaines difficultés pour construire un modèle dynamique de flux de trésorerie pour l'évaluation de leur bétail. En effet, le cadre standard d'évaluation du bétail reste essentiellement mesuré en termes de productivité *per capita*

---

<sup>19</sup> Entretien téléphonique AR, directeur financier, Guanomad, 4 mars 2015.

ou par hectare, ce qui les a contraints à maintenir un système comptable parallèle qui n'était pas fongible dans l'évaluation des flux de trésorerie globale.

Face à ces difficultés pour évaluer, en langage financier, le bétail, l'investisseur a mandaté son gestionnaire pour revendre son cheptel et se focaliser uniquement à l'avenir sur les exploitations agricoles de céréales. Cet exemple illustre la performativité des modèles d'évaluation financier qui produisent des effets concrets sur la réalité. Par ailleurs, le gestionnaire peut innover et promouvoir des investissements dans des activités sous-jacentes originales, néanmoins il doit être capable pour cela de les traduire dans le langage financier dominant. La production d'une évaluation financière crédible est donc un aspect prépondérant du travail du gestionnaire, et sa capacité à l'appliquer à des objets ou des activités originales détermine les possibilités d'innovation.

Nous pouvons effectuer un parallèle entre les normes comptables et les normes de performances en matière de durabilité environnementale et sociale définies par l'IFC. Celles-ci sont aussi très largement adoptées et diffusées par les gestionnaires des fonds et des firmes de *private equity* comme normes de référence en la matière. Les normes de l'IFC constituent un volet essentiel du gouvernement des filières à la fois comme langage et convention de qualité partagé par les trois niveaux d'acteurs d'une part et comme instrument de contrôle au service des détenteurs des capitaux d'autre part. En complément d'une comptabilité d'entreprise financiarisée fondée sur la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (Chiapello 2014), le gouvernement des filières du *private equity* s'appuie sur une « comptabilité environnementale et sociale » développée autour des normes IFC. Chaque dimension du travail au sein des entreprises-cibles est alors réduite à « l'état de chose quantifiable » (Maugeri 2008) autorisant ainsi un suivi et un contrôle accru de la part des acteurs extérieurs à l'entreprise.

Le gouvernement à distance en vigueur dans les filières agro-financières du *private equity* repose sur un ensemble de normes et de procédures qui délimitent un champ du possible légitime pour les acteurs. Toutefois il convient de ne pas surestimer la force des normes, c'est à dire la mise en conformité du réel par rapports aux normes. En effet, comme le met en évidence Stefan Ouma à travers le cas de la mise en œuvre des standards agroalimentaires GlobalGAP au Kenya, l'opérationnalisation concrète des normes est plurielle d'une organisation à l'autre et très instable dans le temps (Ouma 2010). Dit autrement, les acteurs conservent des marges de manœuvre dans la mise en place des standards et des normes. De la même manière dans nos études de cas, nous pouvons observer des formes d'aménagement et parfois de travestissement des normes sur le terrain. Pour le gestionnaire ou le dirigeant d'entreprise, il s'agit alors davantage de faire « comme si » que d'appliquer scrupuleusement ces normes. Par exemple, les normes de l'IFC ont souvent été jugée inopérantes et inapplicables dans la réalité par différents interlocuteurs, y compris parmi les institutions financières de développement, comme la DBSA, qui en sont pourtant les principaux instigateurs :

« AD : Est-ce que vous utilisez toujours les normes de performance de l'IFC ?

LS : C'est juste une logique pragmatique. On suit quiconque a les standards les plus hauts (...) Cependant ces principes sont souvent inapplicables. Dans le cas de l'agriculture, tu dis que tu ne veux pas du travail des enfants, mais les enfants vont à l'école et l'après-midi ils veulent faire de l'argent supplémentaire. Dans la réalité c'est ce qui arrive. Et ensuite qu'est ce qui se passe ; tu finis avec un consultant en charge d'évaluer les impacts et qui se demande : OK, comment est-ce que je vais décrire ce qu'on fait d'une telle manière que nous respectons les normes même si dans la réalité ça n'est pas le cas »<sup>20</sup>.

Ainsi, si les normes contraignent le champ du possible des acteurs, leur « puissance » et leurs effets concrets sur le réel ne doivent pas être surévaluée.

### **1.2.2. La bureaucratie du contrôle à distance**

La mise en œuvre effective de ces normes s'appuie sur une bureaucratie du contrôle à distance. Premièrement au sein des organisations insérées dans les filières agro-financières du *private equity*, les directeurs financiers sont les principaux artisans de la mise en œuvre et du respect des normes et des procédures. Deuxièmement, pour garantir la validité des contrôles, les acteurs des filières font appel à des experts extérieurs et notamment aux cabinets d'audit.

Au sein des entreprises agricoles et agroalimentaires de notre panel, l'arrivée d'un fonds ou d'une firme de *private equity* dans leur capital se traduit par la nomination d'un directeur financier –*chief financial officer*, alors que dans les petites et moyennes entreprises familiales un tel poste n'existait souvent pas auparavant. Afin d'analyser en détail le rôle du directeur financier, nous allons nous intéresser tout particulièrement à un cas particulier à savoir le directeur financier de l'entreprise de maraîchage sud-africaine Dew-Crisp qui est arrivé avec le fonds Agri-life. Le directeur financier est prioritairement en charge du contrôle de gestion. Ses missions prioritaires portent sur la collecte, la centralisation et l'analyse des données relatives à l'activité de l'entreprise d'une part et la mise en œuvre de procédures standardisées pour encadrer les flux de capitaux internes et externes d'autre part. De plus, il occupe une position hiérarchique élevée, aux côtés des directeurs exécutifs et à ce titre il siège au conseil d'administration. Dans l'extrait d'entretien ci-dessous, le directeur financier de l'entreprise Dew Crisp revient sur ses fonctions en insistant sur la double dimension du contrôle de gestion :

« AD : Quel est ton travail quotidien ?

JR : Mes responsabilités au final c'est faire en sorte que nos résultats financiers soient disponibles, toutes les fois où l'on en a besoin, au minimum une fois par mois, et qu'ils soient fiables. Donc je dois me demander comment améliorer les informations disponibles et quelles

---

<sup>20</sup> Entretien LS, chargé d'investissement, DBSA, Centurion, 6 mars 2015.

*informations doivent être disponibles. A ce niveau, il y a bien des managers financiers, ce sont des comptables et je dois m'assurer que...eux, à leurs niveaux, ils enregistrent correctement jour après jour les transactions, les factures etc. Je suis responsable pour ça. Mais je ne suis pas celui qui regarde les transactions au quotidien (...) Deuxièmement, comment est-ce que l'on évalue les performances ? Quand tu as des opérations agricoles, tu sais....il y a l'agriculteur. Et l'agriculteur c'est lui qui fait l'appel d'offre, qui signe le chèque et qui paye. Il choisit d'acheter auprès d'un tel ou d'un tel. Mais est ce que ce choix est le meilleur du marché ? Donc on amène une gouvernance entrepreneuriale lorsque l'on arrive. Dès que tu amènes un investisseur de private equity dans une entreprise, ils disent OK quelles sont les structures de contrôle en place dans cet environnement ?»<sup>21</sup>.*

Dans le cas de l'entreprise Dew Crisp, le directeur financier se voit par ailleurs assigné une mission particulière qui consiste à harmoniser les procédures entre les deux sites de l'entreprise. En effet, cette entreprise est issue du regroupement tardif de deux entités de production maraîchère, l'une située dans la province du Gauteng et l'autre dans la province du Cap Occidental. L'arrivée du fonds Agri-life au capital coïncide avec la volonté de la direction de l'entreprise de promouvoir une culture d'entreprise à l'échelle nationale par-delà les particularismes de chacun des sites ; cet objectif de rationalisation échoit au directeur financier.

Dans le cadre de notre panel, le recrutement d'un directeur financier est une des mesures prioritaires mise en œuvre par les sociétés de gestion à la suite de leur entrée au capital d'une entreprise. Pour la société de gestion il s'agit de s'assurer de la mise en place et de l'approvisionnement d'un flux d'information de l'entreprise vers les actionnaires Autrement dit, le directeur financier donne les moyens aux sociétés de gestion de contrôler à distance l'entreprise-cible et de réduire l'incertitude quant aux pratiques des dirigeants. C'est pourquoi le processus de recrutement du directeur financier est directement conduit par la société de gestion :

*« AD : Qui vous a engagé, Agri-life ou les dirigeants de Dew Crisp ?*

*JR : C'était Agri-life, parce qu'Agri-life dit que c'est la seule manière pour eux de croire, pour qu'ils aient confiance. J'imagine qu'ils veulent s'assurer que les contrôles en place sont bons. Ce qui je pense est dans tous les business acceptable...et souhaité. Ne pas dépendre seulement des discours et des promesses d'une personne mais regarder les structures de contrôle en place »<sup>22</sup>.*

En tant que parachuté dans l'entreprise d'une part et dans le secteur agricole d'autre part<sup>23</sup>, les directeurs financiers incarnent une conception de l'entreprise différente de celle des directeurs

---

<sup>21</sup> Entretien JR, Dew Crisp, directeur financier, Muldersdrift, 9 mars 2015.

<sup>22</sup> Entretien JR, Dew Crisp, directeur financier, Muldersdrift, 9 mars 2015.

<sup>23</sup> Par exemple, JC a passé en 2002 un diplôme d'expert-comptable de l'Université de Pretoria. Puis pendant 8 ans (2004-2012) il a travaillé pour le cabinet d'audit PricewaterhouseCoopers jusqu'à atteindre la position de



exécutifs, plus impersonnelle et focalisée sur la seule création de valeur. Au sein de l'équipe de direction et des conseils d'administration ils se font donc les porte-paroles des « intérêts propres » de l'entreprise contre les intérêts « privés » des différentes parties-prenantes. En vertu de sa double affiliation, à l'entreprise qui l'emploie et à la société de gestion qui l'a recruté, le directeur financier participe activement à l'actualisation du consensus entre gestionnaires et dirigeants notamment de par son rôle au conseil d'administration où il fait valoir la rationalité propre au contrôle de gestion. Toutefois, la légitimité des directeurs financiers au sein de l'entreprise est parfois remise en cause, par les dirigeants d'une part mais aussi par les managers et le personnel d'encadrement en général. Premièrement, son recrutement a été justifié par la société de gestion auprès des dirigeants en vertu de sa capacité supposée à créer de la valeur ; par conséquent, lorsque la production de valeur tarde à se faire sentir la légitimité du directeur financier tend à diminuer. L'entreprise Dew Crip a connu en 2014 ses moins bonnes performances depuis 5 ans alors même que le directeur financier était en place depuis un an et demi. Début 2015 sa situation était toujours fragile, dans l'attente des prochains résultats financiers:

*« AD : Quel a été selon vous le sentiment des dirigeants lorsque vous avez rejoint l'entreprise ?*

*JR: Je pense qu'ils considéraient qu'un système de contrôle efficace devait être mis en place....pour créer une meilleure valeur pour le business. Et la difficulté qui est apparue, c'est qu'ils ont dû accepter le changement de mentalité...En regardant seulement les coûts minimum, tu peux finir par payer un prix plus élevé parce que tu ne crées pas de valeur dans le business grâce aux contrôles de qualité etc... Bien sûr lorsque les rendements ne sont pas bons, je pense qu'ils peuvent avoir quelques regrets. Parce qu'avec le recrutement d'un directeur financier....Tu n'augmentes pas tes parts de marché, tu ne vends pas plus de produits, parce que le directeur financier améliore seulement la structure de contrôle et ainsi il réduit les coûts de gestion »<sup>24</sup>.*

Mais la légitimité du directeur financier est aussi contestée plus largement en interne, notamment par les cadres en place. Le parachutage de JR au sommet de l'entreprise Dew Crip à l'initiative d'Agri-life a suscité de la défiance de la part des employés en place depuis plus longtemps, en particulier les managers financiers des deux sites de l'entreprise qui sont désormais placés sous sa tutelle. Par ailleurs, une des missions du directeur financier consiste à piloter la déclinaison des objectifs financiers fixés dans le cadre du *business plan* au niveau des différents sites et départements de l'entreprise. Sa mission est alors "*l'institutionnalisation de la finance au cœur des objectifs et pratiques internes de l'entreprise*" (Redon 2014, 27). La légitimité du directeur à opérer des arbitrages

---

*senior manager*. En 2012 il est recruté par Agri-life pour devenir le premier directeur financier de l'entreprise Dew Crip.

<sup>24</sup> Entretien JR, Dew Crip, directeur financier, Muldersdrift, 9 mars 2015.

et à bouleverser la culture locale et les rapports de force interne est contestée par les dirigeants intermédiaires comme l'illustre JR à travers le cas de la réorganisation du personnel :

« AD : *Quelle est votre relation avec les autres managers de l'entreprise ?*

JR : *Le plus grand défi pour moi lorsque je suis arrivé, a été de me faire accepter comme un nouvel arrivant dans l'équipe. Il y a un nouveau gars, qui il est pour me dire ce que je dois faire et comment je dois le faire ? Pas les directeurs exécutifs, mais les cadres supérieurs, qui sont dans l'entreprise depuis au moins 5 ans. Et puis le deuxième défi est....un changement s'imposait! Et vous savez comme c'est difficile de changer les personnes quand ils agissent d'une certaine manière depuis des années. Ce n'est pas facile à cause des perceptions, lorsque pour moi il faut faire ainsi alors que pour eux ça n'a pas d'importance. Je prends un exemple. En ce moment nous sommes occupés à évaluer le personnel. Dans le passé ça n'avait jamais été fait. Les dirigeants venaient et disaient: il va y avoir une augmentation de salaire. Puis les managers disaient cette personne est bien et mérite une augmentation mais pas cette personne. Je suis arrivé et j'ai demandé : comment les gens savent réellement ce qu'ils doivent faire ? Est-ce qu'ils le font d'une façon intelligente ? Donc on a développé les processus...en leur disant, ça c'est votre responsabilité et on va vous évaluer de cette manière »<sup>25</sup>.*

La légitimité du directeur financier parachuté repose donc exclusivement sur l'alliance entre les gestionnaires et les dirigeants autour du projet de création de valeur. Les autres parties-prenantes de l'entreprise à commencer par les managers sont alors marginalisés dans le gouvernement de l'entreprise. Néanmoins, Anne Pezet et Jérémy Morales ont étudiés le rôle des contrôleurs de gestion dans une entreprise d'aéronautique française et soulignent :

« *Le contrôleur de gestion, en tant que garant de la discipline financière, devient alors l'agent de la capilarisation du phénomène de financiarisation au niveau des pratiques quotidiennes. Or, cette capilarisation n'est pas une simple diffusion, et l'idéal de la financiarisation est influencé en retour par la résilience des managers opérationnels, c'est-à-dire, dans notre cas, des ingénieurs* » » (Pezet et Morales 2010, 3).

De même dans nos études de cas, les directeurs financiers impulsent la « capilarisation » des normes financières dans les entreprises agricoles, mais l'application concrète de celles-ci dépendent des formes de résistances et de réappropriation des managers opérationnels et des agriculteurs.

Au niveau de l'entreprise-cible, il pilote la restructuration de l'intérieur selon les principes de la valeur actionnarial et permet ainsi aux actionnaires, à commencer par les fonds et les firmes de *private equity*, d'exercer un contrôle. Toutefois, le rôle du directeur financier n'est pas restreint à cet échelon puisque les gestionnaires et les investisseurs emploient eux-aussi des directeurs financiers, lesquels sont en

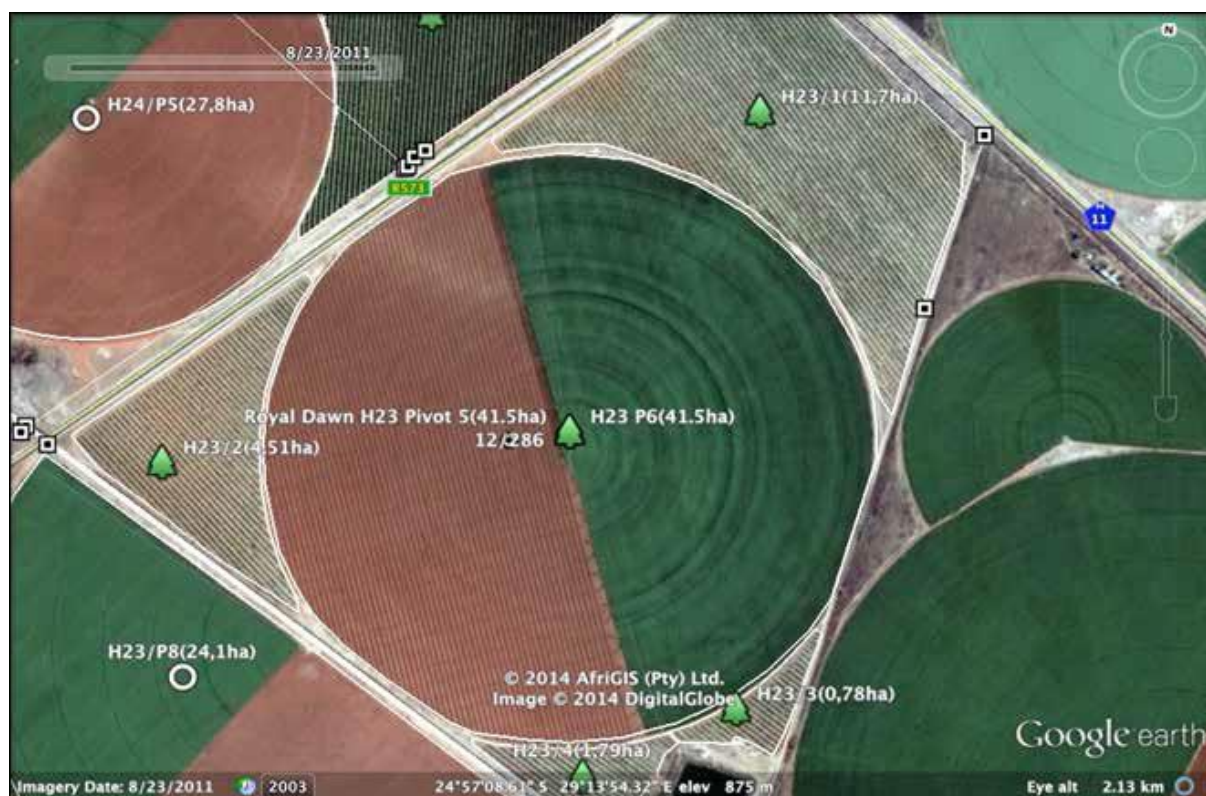
---

<sup>25</sup> Entretien JR, Dew Crisp, directeur financier, Muldersdrift, 9 mars 2015.

contact privilégiés les uns avec les autres. Tout au long des filières agro-financières de notre panel les directeurs financiers jouent un rôle prépondérant dans la circulation des informations entre les trois niveaux organisationnels. A ce titre, le directeur financier est un acteur pivot des filières du *private equity*.

Toutefois le directeur financier est assisté dans ses tâches. Tout d'abord les gestionnaires poussent parfois les dirigeants de leurs entreprises-cibles à recruter un personnel bureaucratique spécifiquement dédié à la collecte et au traitement des données. Ce phénomène est particulièrement visible au sein des entreprises de production primaire comme Faucon par exemple qui emploie un personnel spécialement dédié à la collecte et à la mise en forme des données relatives à la production agricole sur ses parcelles. Grâce à cette "armada" bureaucratique, Faucon collecte les données relatives à la productivité et aux intrants au niveau de chaque parcelle irriguée. Pour le gestionnaire basé au Cap en Afrique du sud, ce flux d'information précis relatif à l'utilisation des capitaux de la firme d'investissement sur des exploitations agricoles situées en Zambie permet d'une part de rendre des comptes à leurs investisseurs et d'autre part de s'assurer des pratiques sur le terrain dont les performances sont désormais évaluées par rapport à un indicateur de la productivité moyenne à l'hectare. Par ailleurs, le personnel en charge de la collecte et de l'analyse des données s'appuie sur des technologies de pointe notamment le suivi par satellite. En effet des applications pour professionnels développées notamment par Google Earth permettent un suivi précis, parcelle par parcelle et un archivage des performances sur la durée (voir encadré 4.3).

Encadré 4.3 : Capture d'image d'une parcelle agricole réalisée par la société de gestion FUU



Outre ce personnel spécialisé, les employés des entreprises-cibles et des sociétés de gestion dédient une part importante de leur temps de travail aux tâches administratives de *reporting* afin d’alimenter le flux d’information. Les managers agricoles des exploitations détenues par le fonds CroissanceFutureAgri Fund I par exemple sont tenus d’informer quotidiennement le gestionnaire via un logiciel dédié des opérations de production accomplies, des dépenses engagées et de l’évolution des stocks d’intrants.

Mais la bureaucratie du gouvernement à distance ne mobilise pas seulement les cadres des organisations insérées dans les filières agro-financières et la chaîne du « *reporting* » repose aussi largement sur la mobilisation d’acteurs extérieurs et tout particulièrement sur les auditeurs. Ces derniers participent activement à produire de la confiance entre les différents niveaux organisationnels des filières agro-financières grâce à leur certification indépendante. Ainsi, les contrats de partenariat investisseurs/gestionnaire prévoient et encadrent des procédures régulières d’audit du fonds ou de la firme de *private equity* qui sont l’occasion de vérifier le respect de la politique d’investissement et les termes du contrat. Par ailleurs en aval des filières, lors des *due diligences* des entreprises-cibles, les cabinets d’audit certifient les comptes et les résultats des entreprises. Enfin, l’audit ne concerne pas seulement les comptes de l’entreprise puisqu’en parallèle des audits environnementaux et sociaux sont conduits ponctuellement par des consultants externes sur la base des normes de l’IFC<sup>26</sup>.

<sup>26</sup> Si les pratiques d’audits environnementaux sont apparues à la fin des années 1980 dans les pays du Nord (Power 2005), les pratiques d’audit social sont beaucoup plus récentes et se sont développées simultanément

Comme l'a bien montré Michael Power dans ses travaux, l'audit est un instrument du contrôle à distance :

*« l'audit est devenu un repère chargé d'assurer la légitimité de l'action au sein des entreprises, ou des critères de rentabilité susceptibles d'être contrôlés ont été créés non seulement pour améliorer de manière substantielle la qualité des services internes, mais également pour permettre de les vérifier à l'extérieur grâce à des certifications » (Power 2005, 43).*

L'explosion de l'audit est donc indissociable de « la réinvention de la gouvernance » d'entreprise au tournant des années 1980 qui se traduit par un approfondissement des systèmes de contrôle. L'audit et les auditeurs offrent alors aux actionnaires du fonds ou de l'entreprise-cible la possibilité d'exercer un contrôle descendant les uns sur les autres.

Plus généralement, les acteurs des filières agro-financières du *private equity*, et en particulier les investisseurs et les gestionnaires, ont recours à des experts indépendants qui contrôlent et garantissent les informations qui circulent. La société de gestion russellwater par exemple est tenue de se référer à un comité juridique indépendant, composés de membres des deux principaux cabinets d'avocats d'affaires en Afrique du sud (Webber Wentzel et Bowman Gilfillan), pour la structuration des transactions ou les problèmes juridiques majeurs relatifs notamment aux questions foncières.

A l'intérieur des organisations ou à leurs marges, une « bureaucratie globale » (Clark et Thrift 2004) de la transparence et du contrôle à distance sous-tend la coordination et la régulation au sein des filières agro-financière du *private equity*. La structuration des filières agro-financières repose donc sur la constitution d'une « chaîne des contrôles » mobilisant une pluralité d'acteurs. Michel Capron souligne le paradoxe du contrôle comptable contemporain :

*« l'allongement de la chaîne des contrôles et leur multiplication qui résultent des nouvelles lois de sécurité financière (par exemple par une surveillance accrue des auditeurs) ne donnent qu'une illusion de sécurité renforcée, car il s'agit d'une fuite en avant qui dissémine les responsabilités, dilue les pouvoirs et finalement conduit à de nouvelles formes d'opacités » (Capron 2005, 14).*

De plus, les acteurs du contrôle sont pris dans des relations contractuelles asymétriques qui grèvent parfois leur indépendance<sup>27</sup>. Ainsi, il semble que ce soit moins l'efficacité réelle du contrôle qui importe que les possibilités d'agir et d'interagir que les infrastructures du contrôle offrent aux acteurs.

---

dans les pays du Nord et du Sud comme l'illustre par exemple la trajectoire de l'association Global Impact Investing Network (voir le chapitre V).

<sup>27</sup> L'indépendance du personnel extérieur est loin d'être acquise comme le raconte TR, chargé d'investissement chez FUU : « *Le gars (le vendeur d'une exploitation) il nous vend une ferme et il veut 25 millions de rands donc nous on lui a proposé 20 millions en cash plus 5 millions en actions. Mais le comité d'investissement nous a dit de faire l'évaluation avant parce que si on trouve 23 millions alors on ne lui donne que 3 millions en action (...)*

Le contrôle à distance repose sur un processus de normalisation tout au long des filières entrepris par une bureaucratie spécialisée. Mais parfois, les instruments du contrôle à distance sont complétés ou remplacés par des mécanismes de contrôle plus directs.

### **1.2.3. Du contrôle à distance à la main visible du gestionnaire**

L'alliance au fondement de chaque filière agro-financière repose sur une séparation des domaines de compétences des gestionnaires et des dirigeants et sur un contrôle à distance des premiers sur les seconds. Néanmoins, le contrôle du gestionnaire prend parfois des formes beaucoup plus directes à travers la mise en place de mécanismes coercitifs. Une telle situation concerne principalement les fonds et les firmes de *private equity* qui acquièrent la totalité du capital des entreprises-cibles ou tout du moins une position majoritaire notamment dans le cas de Granary Investments, Cédre Investments ou CroissanceFutureAgri-Fund. Autrement dit, les formes du contrôle sont directement liées aux formes de la propriété.

Tout d'abord, les sociétés de gestion décident de la nomination ou du remplacement des dirigeants et des managers auxquels ils imposent leurs conditions. La société de gestion FUU a mis en place un modèle de valorisation des exploitations agricoles original puisqu'elle les loue à des opérateurs agricoles sélectionnés selon un ensemble de critères prédéfinis :

- « une situation financière solide et un management reconnu ;
- un chiffre d'affaire supérieur à 250 millions de rands ;
- une expérience supérieure à 7 ans ;
- un accès avéré aux marchés ;
- une bonne réputation industrielle ;
- un engagement en faveur du renforcement des capacités ;
- la prise en charge du fonds de roulement » (FUU 2013, 14).

Dans le cadre du contrat de location de 10 ans, FUU se réserve un droit d'accès aux détails comptables des exploitations<sup>28</sup> et conserve la possibilité de remplacer l'opérateur en cas de mauvaises performances. Ensuite, lorsque les sociétés de gestion supervisent directement les opérations de production comme Cédre ou russellwater, elles contrôlent et valident les budgets annuels. Le budget est construit sous la forme d'une feuille de calcul qui inclut tous les paramètres de la production : la qualité et la quantité des engrais et des semences, le nombre de travailleurs permanents et temporaires, l'entretien des équipements, les coûts d'accès à l'eau et à l'électricité. Une fois par an, cette feuille de calcul est donc l'enjeu d'un processus de négociation entre les gestionnaires, les dirigeants et les

---

*L'évaluateur a trouvé 23 millions, mais que ce n'est pas un hasard ; l'évaluateur est indépendant mais il n'est pas vraiment indépendant quand on lui dit que nous on pense que la ferme vaut 23 millions». Entretien TR, chargé d'investissement, FUU, Le Cap, 23 mars 2015.*

<sup>28</sup> « Le système de gestion financière et opérationnelle sophistiqué du fonds (utilisé pour analyser et suivre les performances des actifs agricoles au quotidien) permet de détecter les sous-performances rapidement » (FUU 2013, 7).

managers agricoles mais aussi les experts agricoles. Cet outil décisionnel permet de modifier les différents paramètres et d'en mesurer les répercussions sur la rentabilité finale des opérations. Grâce à cet outil, « *les décisions productives sont subordonnées à l'obtention de résultats financiers* » (Gras et Hernandez 2014). Les dirigeants et les managers de terrain sont particulièrement intéressés à la définition du budget car la composante incitative de leur rémunération est corrélée à leur capacité à respecter le budget. Ainsi la feuille de calcul est à la fois un outil d'aide à la décision et un outil d'évaluation du personnel (voir encadré 4.4). Chaque écart au budget et chaque dépense supplémentaire doivent alors être justifiés par le manager et validés par le gestionnaire.

**Encadré 4.4 : La construction du budget, l'exemple de l'exploitation agricole Alma**

Le 9 mai 2013, les deux managers de terrain de l'exploitation agricole d'Alma (province du Limpopo) se sont déplacés au siège de la société russellwater à Pretoria pour participer à la réunion de préparation du budget pour l'année suivante. Le directeur et le chargé d'investissement en charge du dossier au sein de la société de gestion participent à cette réunion ainsi que le responsable de la recherche agronomique. Dès le début de la réunion, une feuille de calcul de calcul reprenant tous les coûts (engrais, travail, irrigation, etc.) et les revenus de l'exploitation est projetée sur le mur. Tout au long de la réunion, les discussions portent sur la feuille de calcul dont le directeur modifie successivement différents paramètres et évalue l'impact sur les deux indicateurs clefs : la projection du revenu et le seuil de rentabilité. Les discussions tournent principalement autour de deux enjeux par rapport au budget et aux résultats de l'année passée :

- Premièrement, en ce qui concerne le programme chimique à appliquer sur le sol, les gestionnaires cherchent à diminuer les coûts du programme, qui selon eux ne crée pas de valeur, tandis que le responsable de la recherche agronomique tente de défendre la rationalité de l'enrichissement chimique des sols sur le long terme. Ce dernier se heurte au « verdict » de la feuille de calcul puisque la suppression ou la réduction des dépenses en produits chimiques se traduit par une hausse importante des revenus.

- Deuxièmement, les gestionnaires font pression sur les managers agricoles pour raccourcir les périodes de récoltes afin, expliquent-ils, de commercialiser leurs produits agricoles plus tôt et ainsi de bénéficier d'un prix plus avantageux. Le directeur, en reprenant les cours moyens du marché à terme de produits agricoles, montre à partir de la feuille de calcul les écarts de revenus importants selon que les grains arrivent une semaine avant ou une semaine après sur le marché.

Le contrôle direct des gestionnaires s'exerce aussi au niveau des pratiques quotidiennes de la production agricole. Premièrement, les équipes des sociétés de gestion Cédre et russellwater ont rédigé un guide des procédures opérationnelles sur leurs exploitations agricoles qu'elles distribuent aux dirigeants et managers de terrain lors de leur embauche. Deuxièmement, elles supervisent les réunions régulières avec le personnel en charge des opérations sur les différentes exploitations afin de contrôler

et d'harmoniser les pratiques. Troisièmement, le contrôle se traduit par des visites régulières des employés de la société de gestion sur le site des exploitations; par exemple dans le cas de la société FUU leur ingénieur agronome effectue des visites trimestrielles pour évaluer la gestion de la ferme :

*“AD: Donc vous êtes les yeux du fonds sur les exploitations agricoles?”*

*AB : Oui, je dois être sur les exploitations une fois par trimestre...Enfin j'essaie parce que je n'y parviens pas toujours. Mais une fois par trimestre j'essaie de visiter les exploitations pour analyser ce qu'il en est, est ce qu'on est en avance ou en retard. Est-ce que le manager remplit les objectifs ou non ? Et ensuite je conseille la société opératrice : sur cette exploitation, le gars ne gère pas de la bonne manière (...) Et donc leur dire OK ? Vous devez virer ce manager en dehors de l'exploitation, ou lui donner une formation ou un soutien technique pour qu'il puisse atteindre ses objectifs »<sup>29</sup>.*

Outre, les situations dans lesquelles le gestionnaire détient seul ou majoritairement l'entreprise, l'engagement direct des gestionnaires, mais aussi des investisseurs, dans la gestion de l'échelon inférieur intervient dans des situations de crises, lorsque les fondements du partenariat sont menacés comme nous allons le voir dans la deuxième partie de ce chapitre. Mais avant, en complément des mécanismes de contrôle à distance et des mécanismes coercitifs, les relations interpersonnelles contribuent fortement à la stabilisation des filières du *private equity*.

### **1.3. La coordination au quotidien : échanges informels et relations interpersonnelles**

Le gouvernement des filières agro-financières de notre panel repose donc d'une part sur la mise en place d'arènes dédiées, sur la construction de chaînes bureaucratiques de contrôle et enfin plus rarement sur une supervision directe des activités productives. Mais outre les règles et les normes formelles, la coordination et la régulation des filières s'appuient sur des échanges informels et des relations interpersonnelles entre les différents niveaux d'acteurs. Comme pour les « entreprises en réseau », les acteurs s'engagent donc dans des « investissements relationnels » c'est-à-dire « l'établissement, coûteux, d'une relation stable, pour une certaine durée » (Mariotti 2005) lequel cimente et stabilise les filières agro-financières.

Tout d'abord au niveau des investisseurs, les échanges informels avec le gestionnaire permettraient de maintenir la pression notamment en vue du respect de la politique d'investissement. Les contacts réguliers avec les membres de la société de gestion sont donc perçus comme un complément aux instruments contractuels du contrôle, comme le résume l'un des promoteurs de l'Agriculture and Agribusiness Fund:

*« GP : Les investisseurs sont souvent paresseux. Moi par exemple j'ai une assurance vie, mais je ne surveille pas où ni comment elle est investie...C'est sûrement une des raisons de la crise*

---

<sup>29</sup> Entretien téléphonique AB, FUU, responsable de la recherche agronomique, 1<sup>er</sup> avril 2015.



*financière d'ailleurs. Les procédures de contrôle ne sont pas un gage de suivi puisqu'il n'y a que 4 conseils de surveillance dans l'année dont seulement un est une réunion physique ; les autres sont des réunions téléphoniques. Vous connaissez le fonds Agri-life ? Il a investi dans des lodges au Kruger Park alors que son mandat est sur « food » et sécurité alimentaire. D'où l'importance d'un contact régulier avec le gestionnaire. Ce n'est pas son intégrité qui est mise en cause, mais dans toutes ces grandes facilités, le diable est dans les détails »<sup>30</sup>.*

Les contacts informels prennent la forme d'appels téléphoniques, d'échanges de mails ou plus rarement de visite sur le terrain<sup>31</sup>. Fin 2014 le chargé d'investissement du fonds de dotation d'Harvard a ainsi appelé quotidiennement son gestionnaire sud-africain pour suivre une procédure de vente et le pousser à accélérer la vente de l'exploitation agricole. Parfois, ces échanges sont des demandes d'éclaircissement à propos d'une transaction ou d'un projet spécifique<sup>32</sup>. Le poids de ces relations personnelles sur la structuration des filières agro-financières est criant lorsque les individus en charge de ces dossiers sont remplacés. Dans ce cas de figure, les liens sont distendus et le maillage de contrôle se relâche. Cette problématique est particulièrement forte au sein des IFD où le personnel connaît une mobilité plus importante que dans les sociétés de gestion<sup>33</sup>.

Les relations interpersonnelles sont aussi visibles à l'échelon inférieur, entre le gestionnaire et les dirigeants des entreprises-cibles. En effet, certains dirigeants n'hésitent pas à mobiliser l'expertise et le savoir-faire des partenaires de la société de gestion de manière informelle en dehors des réunions du conseil d'administration:

*« AD : Est-ce que vous avez des discussions informelles avec l'équipe d'Agri-life ?*

*KL : Oui, je les appelle de temps en temps ; nous discutons des problèmes, je leur demande des conseils et je les tiens au courant des derniers développements. Lorsque c'est quelque chose d'important entre 2 conseils d'administration, on s'envoie des emails, on s'appelle en essayant de se garder chacun dans la boucle*

*AD : Quels conseils est ce qu'ils vous donnent ?*

---

<sup>30</sup> Entretien GP, conseiller spécial du directeur général- chargé de la création du fonds AAF, AFD, Paris, 4 octobre 2013.

<sup>31</sup> « Autant que nous le pouvons, nous essayons de visiter régulièrement les entreprises, il y a des visites semestrielles prévues. Nous avons une équipe en charge de la gestion du portefeuille qui se déplace sur le site de l'entreprise et essaie...de superviser les opérations, de parler avec les managers pour avoir leur opinion et savoir s'ils sont préoccupés par quelque chose ou bien pour voir si le business est en difficulté quelque part ». Entretien téléphonique KG, chargée d'investissement 1, Dalvabank Agri, 3 mars 2015.

<sup>32</sup> « J'ai dû préparer un tableau Excel à triple entrée pour lui montrer (à l'un des membres du comité d'investissement) l'évolution de l'IRR, mais il m'a répondu hier soir qu'il ne comprenait pas. Je ne peux pas lui répondre comme à toi, check ce lien... Il s'est compliqué la vie pour comprendre un truc simple et donc il nous a compliqué la vie ». Entretien TR, FUU, chargé d'investissement, Le Cap, 5 juin 2014.

<sup>33</sup> La rémunération des gestionnaires intervenant à la fin de la durée de vie du fonds, le personnel et plus particulièrement les partenaires seniors sont fortement incités à rester au sein de l'organisation jusqu'à la fin de la durée de vie du fonds ou de la firme de *private equity*.

*KL : Laissez-moi réfléchir. Récemment nous avons décidé d'acheter une grande exploitation, parce que nous étions préoccupés à propos de nos fournisseurs de lait et nous avons décidé d'aller vers la production. Donc je leur ai téléphoné pour discuter de la structure que l'entreprise devait prendre. C'est un domaine où il y a eu plusieurs discussions. A propos des bonus pour l'équipe de management, Agri-life nous a beaucoup conseillé sur la structure des bonus. Quoi d'autre....Il y a un an, on a cru qu'une grève était en préparation...On a reçu beaucoup de conseils de leur part sur comment mettre en place un plan d'action contre la grève. Ils ont été assez utile sur le sujet »<sup>34</sup>.*

A travers cet extrait d'entretien on voit que les directeurs de la société de gestion Agri-life sont ouverts et disponibles pour conseiller ce dirigeant d'entreprise en contrepartie de sa participation au suivi de l'entreprise. Ainsi, l'alliance entre gestionnaire et dirigeant est entretenue au quotidien dans le cadre de pratiques que l'on peut assimiler à des dons et des contre-dons d'informations : les dirigeants offrent leurs connaissances opérationnelles et quotidiennes de l'entreprise en échange de l'expertise entrepreneuriale généraliste du gestionnaire. Par ailleurs, à travers l'exemple de la préparation concertée d'un plan pour faire face à une possible grève des travailleurs il apparaît clairement que cette coalition est bien une alliance des détenteurs du capital en vue de sa valorisation face aux autres parties prenantes de l'entreprise et notamment les travailleurs.

Ces échanges concernent en premier lieu les dirigeants d'entreprises et les partenaires seniors de la société de gestion qui se sont côtoyés dans le cadre des *due diligences* puis lors des conseils d'administration. Néanmoins, il existe aussi des échanges à d'autres niveaux comme par exemple entre les directeurs financiers ou bien entre le personnel technique agricole. Le directeur exécutif de l'entreprise camerounaise West End Farms détaille l'imbrication d'un faisceau de relations interpersonnelles entre l'entreprise et la société de gestion Dalvabank Agri :

*« AD : Est-ce que vous parlez de tout avec les gestionnaire du fonds ?*

*JM : Oui, certainement ; Collin (l'expert agricole) il s'intéresse à la marche...au quotidien quoi. C'est-à-dire que après les recommandations du conseil....après il faut exécuter. Et on échange régulièrement, comment vont les cultures, vous en êtes où avec les semis, et les cochons...par exemple vous avez produit combien de porcelets ce mois... Et puis on échange des informations ; s'il y a un morceau de lecture intéressant, il me file la connexion. C'est tout quoi, c'est sur le téléphone, sur le mail, sur Skype. On discute beaucoup. Denis (le partenaire senior) c'est beaucoup plus...le patron quoi...Et donc le prochain conseil d'administration c'est quand ? Est-ce que vous avez démarré les négociations pour les financements, pour l'extension de la porcherie...En tout cas, c'est pas des banalités mais lui c'est pas le quotidien, il veut savoir si on est en train de suivre les éléments qui ont été recommandé. Et*

---

<sup>34</sup> Entretien téléphonique, KL, directeur exécutif, Fairfield Dairy, 26 mars 2015.

*puis j'ai parlé tout à l'heure de ... qui discute beaucoup plus avec le comptable ; est ce que les rapports sont à jour, il y a des questions qui relèvent de ces rapports, quand on les pose au comptable et qu'il ne sait pas répondre on me les renvoie, j'apporte les éléments de réponse nécessaires »<sup>35</sup>.*

Toutes les relations interpersonnelles alimentent le flux d'information à propos de l'entreprise à destination des gestionnaires et des investisseurs. Autrement dit, ce tissu de relations sociales cimente le partenariat et contribue activement à la coordination concrète entre les acteurs dispersés<sup>36</sup>. Les échanges informels et les relations interpersonnelles participent ainsi au contrôle à distance des sociétés de gestion et des entreprises-cibles, en complément des instruments contractuels. Cette dimension instrumentale des rapports sociaux apparaît encore plus à la fin du partenariat. La sortie du fonds ou de la firme de *private equity* se traduit alors par une rupture des liens interpersonnels qui s'étaient nouées entre les deux organisations comme le résume ce dirigeant de l'entreprise SOMDIAA :

*« Une fois que la sortie du fonds est effective (en 2007), la société n'existe déjà plus pour lui. La page est tournée...sans états d'âmes. Plus globalement, la sortie est vécue comme un divorce par les dirigeants (...) Avec le temps, le fonds et ses collaborateurs deviennent en quelque sorte membre du Groupe et de la famille et du jour au lendemain, plus aucun contact! Comme si l'aventure, car il s'agit bien d'une aventure, n'avait plus d'intérêt » (Vilgrain 2011, 15).*

Le dirigeant de cette entreprise utilise ainsi le terme de « divorce » pour illustrer la brutalité de la séparation mettant du même coup en lumière les liens personnels, professionnels mais aussi peut être amicaux, qui se sont développés au cours de la cohabitation des gestionnaires et des dirigeants.

Le gouvernement des filières agro-financières du *private equity* repose donc à la fois sur la création d'arènes dédiées aux interactions entre les acteurs et à l'actualisation du consensus, sur des chaînes de contrôle à distance mais aussi sur un tissu de relations interpersonnelles. Mais cette architecture institutionnelle est parfois contestée et mise à l'épreuve lors de crises qui révèlent la résilience des filières mais remettent aussi en cause leur fonctionnement et parfois leur existence.

## 2. Les crises des filières agro-financières

Les filières agro-financières du *private equity* connaissent parfois des crises, c'est-à-dire une résurgence de l'incertitude qui bouleverse les échanges « normaux » entre les acteurs et menace la pérennité de leur partenariat. A partir de nos études de cas, nous avons identifiés deux types de crises :

---

<sup>35</sup> Entretien téléphonique JM, West End Farms, directeur exécutif, 26 mai 2015.

<sup>36</sup> L'alliance entre dirigeants et gestionnaires est aussi renforcée par la formation de relations amicales entre les individus. Par exemple, à l'occasion de notre entretien JM témoignera à plusieurs reprises de la sympathie et du respect que lui inspire le partenaire senior de la société de gestion Dalvabank Agri, en employant par exemple l'expression *gentleman* pour le désigner.

la remise en cause unilatérale du partenariat et de la politique d'investissement par l'un des acteurs des filières agro-financières, et une mobilisation d'acteurs extérieurs à l'encontre d'un ou des acteurs des filières. Les crises sont des moments de controverse puisque les acteurs des filières agro-financières sont poussés à prendre parti publiquement et à répondre aux critiques qui leurs sont adressées. Dit autrement, la légitimité du dispositif du *private equity* pour l'allocation des capitaux est questionnée. C'est donc un moment de dévoilement, d'ouverture de la boîte noire des filières agro-financière du *private equity* (Callon 2006). Enfin, toutes les crises n'ont pas les mêmes effets sur les filières du *private equity* et nous nous interrogerons sur les formes de responsabilité des acteurs et sur leurs capacités inégales de résilience.

## **2.1. Ruptures et conflits au sein des filières agro-financières**

Dans le cadre de notre travail de terrain, nous avons pu observer et analyser plusieurs « crises internes », c'est-à-dire l'émergence de conflits qui mettent aux prises les acteurs des filières agro-financières entre eux, en particulier les gestionnaires et les dirigeants d'entreprise. Les crises éclatent généralement à la suite d'une rupture unilatérale des transactions normales entre les deux parties régies par le contrat de partenariat; autrement dit les crises se caractérisent par une résurgence de l'incertitude et une difficulté des acteurs à se coordonner et à anticiper l'action de leurs partenaires. Ces ruptures sont alors instrumentales et stratégiques puisqu'elles constituent des tentatives de la part des acteurs de renverser le rapport de force existant à leur profit.

Nous avons identifié deux situations de « conflits internes » aux intensités variables : lors de situations « exceptionnelles » qui pousse l'une des parties à revenir sur ses engagements contractuels ; lorsque l'une des parties remet en cause le rapport de force établi sans le consentement des autres.

### **2.1.1. « Mettre en crise » : l'incertitude comme ressource managérial**

Dans certaines circonstances « exceptionnelles », les gestionnaires vont remettre en cause le cadre normalisé qui régit leurs rapports avec les dirigeants d'entreprise et deviennent alors imprévisible aux yeux de ces derniers. Nous allons revenir sur deux « situations exceptionnelles » lorsque les dirigeants n'atteignent pas les objectifs qui leur ont été assignés et lorsque le gestionnaire cherche à revendre ses parts.

Premièrement, les résultats de l'entreprise et leur adéquation avec le *business plan* sont les indicateurs de référence scrutés par les gestionnaires qui déterminent le maintien et les conditions du partenariat avec les dirigeants. Plus les dirigeants d'entreprise s'éloignent des objectifs définis au départ, plus l'ingérence du gestionnaire dans la gestion de l'entreprise est importante comme le raconte le dirigeant de l'entreprise HIK Abalone détenue partiellement par le fonds Agri-life depuis 2010 :

« *PI* : Les fonds de *private equity* doivent comprendre quelque chose. Ils réalisent des évaluations à partir de notre *cash-flow* et des futurs *cash-flows* qu'ils calculent à partir de nos

*archives. Et puis, ils introduisent des multiples à ceci ou cela...Donc ces évaluations sont basées sur des spéculations et ces fonds ne comprennent pas les aléas et les risques propres au contexte. Si on n'est pas dans les temps, ils pensent qu'on n'est pas performant ou qu'on gère mal l'entreprise. Si tu es en dehors des cibles c'est que ton modèle ne marche pas....Mais on n'aura pas le temps d'atteindre ces cibles à cause des imprévus, des aléas, et ça, ça arrive tout le temps dans le secteur agricole »<sup>37</sup>.*

A travers cet extrait d'entretien on perçoit la résurgence d'un antagonisme entre les conventions de qualités antagonistes mobilisées par le gestionnaire et le dirigeant. Le premier évalue l'entreprise à travers le prisme de la modélisation financière, quand le second prend en considération les aléas de la production et des marchés agricoles. Afin d'obtenir des rendements de court-terme, les gestionnaires exercent une pression sur les dirigeants qui peut prendre la forme d'une ingérence croissante au sein de l'entreprise, d'une remise en question de la stratégie des dirigeants et d'un flou autour de leurs intentions réelles. Concrètement, le partenariat laisse place à une relation plus hiérarchique.

Deuxièmement à l'approche de la sortie du fonds, c'est-à-dire lorsque le gestionnaire cherche à céder les parts qu'il détient de l'entreprise, les termes de l'alliance gestionnaire-dirigeant sont aussi remis en question. Si le contrat de partenariat entre gestionnaires et dirigeants a ébauché un chemin de sortie les modalités et la date exacte de sortie du fonds ou de la firme sont fixées unilatéralement par le gestionnaire. A ce moment-là, le projet partenarial et les arènes de cogestion de l'entreprise sont relégués au second plan au profit des intérêts des investisseurs et du gestionnaire du fonds comme en témoigne le directeur de la SOMDIAA :

*« Pour un entrepreneur, la sortie du fonds n'est jamais le bon moment. Elle intervient trop tôt ou trop tard. Surtout, lorsque le fonds a pris sa décision, celle-ci est irrévocable : une fois la volonté de sortir affirmée, tout est mis en œuvre pour se désengager. Et la décision est vite prise. La sortie n'est aucunement codifiée et la date d'application pas connue à l'avance. Tout ce qui a été dit sur la stratégie à long terme lors des due diligences, au cours des conseils d'administration, n'existe plus. Une seule chose compte : sortir...» (Vilagrain, 2011, 15).*

Dans le cadre de cette phase de sortie, les gestionnaires cherchent parfois à instrumentaliser l'incertitude autour de l'identité du repreneur à leur profit. Les dirigeants de l'entreprise sud-africaine Fairfield Dairy par exemple, dont la société de gestion Agri-life souhaitait se désengager courant 2015, étaient préoccupés lors de notre rencontre par l'arrivée de nouveaux actionnaires qui pourraient remettre en cause leur autorité et leur stratégie de croissance<sup>38</sup>. Les gestionnaires du fonds Evolution I

---

<sup>37</sup> Entretien PI, directeur exécutif, HIK Abalone, 13 juin 2014.

<sup>38</sup> « AD: Est-ce que vous avez discuté des options de sortie?

KL : Oui, nous avons eu des discussions lors du dernier conseil d'administration la semaine dernière. Nous avons discuté de quelques options et ils nous ont dit avoir été approché par des personnes prête à racheter leurs parts....On a commencé à discuter de ça juste maintenant....Je suis un peu inquiet pour être honnête, parce que si nous avons un partenaire....avec lequel nous ne sommes pas content. Vous savez, je pense qu'on se sent

ont commencé à l'approche de leur date de sortie à étudier les options de sorties et notamment les possibilités de rachat de leurs parts par les dirigeants. Comme la transaction initiale impliquait aux côtés du fonds un investisseur BEE, le gestionnaire a brandi la menace d'une perte du statut BEE de l'entreprise si les dirigeants refusaient de racheter eux-mêmes les actions du fonds à un prix avantageux pour le fonds.

Lors de cette phase de sortie, c'est donc le gestionnaire qui va lui-même déclencher une crise en rompant unilatéralement les transactions normales avec les dirigeants. La mobilisation de l'incertitude et la mise en crise du partenariat est donc une ressource pour le gestionnaire dans le cadre du contrôle qu'il exerce sur les entreprises-cibles. Sur ce point, les filières agro-financières de notre panel se rapprochent des firmes de LBO puisque selon Fabien Foureault l'incertitude est l'« arme suprême » des gestionnaires de fonds et de firme de LBO face aux dirigeants d'entreprise (Foureault 2014).

### **2.1.2. Les conflits internes au sein des filières**

Dans certaines circonstances lorsque le gestionnaire rompt unilatéralement avec les termes du partenariat il se heurte à la résistance des dirigeants et des autres parties prenantes de l'entreprise. En cas de conflit, la forme et l'existence même des filières agro-financières du *private equity* est remise en question. Dans cette partie nous allons revenir sur un conflit particulier qui a éclaté entre la société de gestion Cédre et les entreprises sud-africaines de services aux producteurs dont Cédre Investments était actionnaire. A travers cet exemple concret, nous souhaitons illustrer d'une part les capacités de gestion de crise des gestionnaires et d'autre part la dimension politique de leur travail.

#### **2.1.2.1. La bataille pour le contrôle des ex-coopératives de producteurs**

Comme nous l'avons mentionné dans le chapitre précédent certaines sociétés de gestion comme Cédre ou Melasse PE ont construit une politique d'investissement qui cible les ex-coopératives sud-africaines de producteurs, aujourd'hui leaders dans les services aux agriculteurs<sup>39</sup>. Les anciennes coopératives sont encore, à la fin des années 2000, sous le contrôle des agriculteurs afrikaners qui ont hérité de leurs actions lors de leur conversion. A de rares exceptions près toutes les anciennes coopératives ont opté pour une conversion en société par action mais sans cotation. Leurs actions ne peuvent alors s'échanger que sur des plateformes fermées –*over the counter platform*– créées et gérées directement par les entreprises<sup>40</sup>. Par conséquent, les agriculteurs-actionnaires gardent la main sur la structure

---

*confortable avec Agri-life, on les connaît et ils nous connaissent, et c'est une bonne relation. Donc nous sommes un peu...préoccupés d'entrer dans une nouvelle phase, avec, peut-être, l'arrivée d'une nouvelle société d'investissement* ». Entretien téléphonique KL, directeur exécutif, Fairfield Dairy, 26 mars 2015.

<sup>39</sup> Voir le chapitre I pour plus de détail sur ces coopératives producteurs et leur conversion en société anonyme au tournant des années 1990.

<sup>40</sup> Ces plateformes prennent des formes différentes. Dans le cas de MGK, le directeur décrit le processus: « *la quasi-totalité des parts est concentrées entre ces 3 blocs (BEE trust, management et agriculteurs), donc si un membre de ces entités veut vendre ses actions, il appelle le secrétariat de MGK et lui donne un nombre d'action et un prix incitatif. Ensuite le secrétariat email ou sms l'offre aux membres de la holding des agriculteurs ou au employee trust. Le processus est le même si un membre veut acheter des actions. Du coup, l'achat et la vente des*

actionnariale en supervisant les échanges et en restreignant la liquidité des actions. D'un côté, cette faible liquidité limite drastiquement les risques d'un rachat hostile par un investisseur extérieur ; mais de l'autre côté, elle pèse sur la valeur des actions des entreprises et les restrictions à l'échange empêcheraient les titres d'atteindre leur « juste valeur ». Par ailleurs, pour s'assurer du maintien de ces entreprises dans le giron des agriculteurs afrikaners, des blocs d'actionnaire ont été instaurés dans plusieurs de ces entreprises<sup>41</sup>. Ces blocs souvent constitués sous la forme d'holdings détiennent une majorité des parts de l'entreprise et sont, par statut, uniquement composés d'agriculteurs.

L'objectif des gestionnaires est donc double : d'une part accompagner les dirigeants dans un processus de conversion d'un fonctionnement coopératif vers un fonctionnement entrepreneurial guidé par les principes de la valeur actionnariale ; et d'autre part, lever les restrictions qui pèsent sur la liquidité des actions afin de les valoriser à leur juste valeur<sup>42</sup>. Les gestionnaires de Cédre Investments ont alors entrepris à partir de 2005 d'acquérir des positions minoritaires mais significatives au sein de nombreuses ex-coopératives (Cédre 2008). En 2008, la firme détenait des participations qui oscillaient entre 3% et 29% du capital dans dix ex-coopératives de producteurs de céréales<sup>43</sup>. De son côté, la société de gestion Melasse PE a pris dans le cadre du fonds généraliste<sup>44</sup> de *private equity*, Melasse Fund II, une participation à hauteur de 27%<sup>45</sup> dans l'ancienne coopérative Senwes, basée dans la province du Cap du nord en partenariat avec un investisseur BEE, le Royal Bafokeng Trust<sup>46</sup>.

Grace à ces investissements, les deux gestionnaires ont fait leur entrée au conseil d'administration des entreprises via lequel ils ont tenté d'impulser une transformation des entreprises. Pourtant, le rapport annuel de Cédre Investments publié en 2012 dresse un constat amer :

*« L'évolution de l'agriculture renvoie au processus de transition au cours duquel les coopératives sont converties en entreprises avec la recherche du profit comme objectif prioritaire. Pioneer Foods est un bon exemple d'une évolution agricole réussie. Dans*

---

*actions est principalement restreinte à ces deux parties ».* Entretien BL, ex-directeur exécutif, MGK, 12 aout 2014.

<sup>41</sup> Ainsi, le groupement Senwesbel détenait 51,09% dans l'entreprise Senwes en 2013 (Senwes 2013); Suidwes holding limited détenait cette même année 51,06% dans Suidwes (Suidwes 2013); SA Besproeiings Korporasie Limited détenait 51,33% dans MGK Limited; et "NWK holdings limited" détenait 59% dans "NWK Limited".

<sup>42</sup> En outre, les ex-coopératives détenaient souvent des actions dans d'autres entreprises cotées sur le JSE (Pioneer Foods, Distell) héritée lors du mouvement de conversion des années 1990. Là encore, la juste valeur de ces actions n'était pas correctement valorisée dans le bilan des anciennes coopératives. Par conséquent entrer au capital de ces entreprises, c'était aussi acquérir ces actions à prix réduit.

<sup>43</sup> MGK Business Investment Limited (29,8%) basée dans la province du Nord-Ouest; Kaap Agri Limited (33,6%) au Cap Occidental; Suidwes Investment Limited (15,5%) au Nord-Ouest; KWV Limited (20,8%) au Cap Occidental; NWK Limited (4,4%) au Nord-Ouest; BKB Limited (3,3%) au Cap Oriental; Senwes Limited (5,8%) dans l'Etat Libre; KKK Landbou Limited (10,0%) au Cap du nord; Tuinroete Agri Limited (5,9%) au Cap Oriental; OVK Operations Limited (8,1%) dans l'Etat Libre.

<sup>44</sup> Ce fonds détenait aussi des participations dans une entreprise sud-africaine de construction de bateaux, une entreprise de production et de vente de logiciels informatique anti-piratage, une entreprise de vente de bases de données clients.

<sup>45</sup> Dans les années qui suivent, ils augmenteront leur participation jusqu'à détenir 34,5% des parts.

<sup>46</sup> Cette association résulte principalement de la volonté de Senwes de s'associer avec un partenaire BEE afin de se conformer à la nouvelle législation BEE en vigueur.

*beaucoup d'autres coopératives, nous nous sommes rendus compte qu'il faudra encore beaucoup de temps avant qu'elles soient orientées vers les actionnaires » (Cédre 2012, 5).*

En 2012, la société de gestion Cédre décide donc d'abandonner sa stratégie focalisée sur les transformations des ex-coopératives et revend la majorité de ses parts. En ce qui concerne, Melasse Fund II, ses gestionnaires cèdent en 2013 les parts de Senwes qu'il détenait après une longue procédure judiciaire engagée par la société de gestion Melasse PE contre le bloc d'agriculteurs-actionnaires<sup>47</sup>. Ainsi, l'arrivée des gestionnaires au CA a suscité des crispations et des résistances de la part des groupes d'actionnaires majoritaires qui ont entravé la construction effective d'un partenariat pérenne entre les gestionnaires et les dirigeants.

Plusieurs enjeux ont alimenté les antagonismes et le clivage entre les parties. Premièrement, le projet initial de Cédre visant à regrouper les différentes entités pour créer un « champion national » des services agricoles<sup>48</sup> s'est heurté à l'ancrage territorial des ex-coopératives défendu par les agriculteurs-actionnaires. Deuxièmement, les deux sociétés de gestion ont cherché à mettre en œuvre les principes de la valeur actionnariale et notamment le recentrage des activités sur un cœur d'activité. A ce titre, elles ont toutes deux milité au sein des CA en faveur de l'abandon des activités de services financiers aux agriculteurs. Cédre et Melasse PE insistaient sur la faible rentabilité de ces opérations d'intermédiation financière, notamment par rapport aux activités de stockage, et l'incapacité des ex-coopératives à concurrencer les banques commerciales sur ce marché. Mais du côté des agriculteurs, à la fois actionnaires et clients, les services financiers sont des enjeux majeurs puisque les ex-coopératives leur octroient des prêts à des taux avantageux et leur concèdent délais et facilités pour le remboursement. Comme le résume le directeur financier de Senwes au moment des faits, cette opposition renvoie à deux conceptions de l'entreprise et notamment des cycles de l'entreprise :

*« CK : Cette unité était un marché peu rentable, mais les investisseurs de long terme (les agriculteurs) se sont opposés à la vente parce que ça n'était pas selon eux une décision durable pour l'entreprise. Même si les retours étaient frustrants, la vendre aurait provoqué la perte de beaucoup de clients et du même coup des pertes dans des unités à forte valeur ajoutée. A l'inverse, Melasse qui est un investisseur de court-terme voulait vendre parce que ça aurait rapporté beaucoup à l'entreprise et aux actionnaires sous la forme de dividendes »<sup>49</sup>.*

---

<sup>47</sup> La procédure judiciaire engagée auprès de la haute cour du Gauteng visait à faire invalider l'acquisition d'un paquet d'actions par Senwesbel, le bloc d'agriculteurs-actionnaires, et ainsi à augmenter sa propre participation. Mais après plusieurs recours, la société de gestion fut déboutée (Cour suprême d'appel, Melasse Fund versus Senwesbel, cas n°253/2012, 28 mars 2013).

<sup>48</sup> « On voulait regrouper ces différentes coopératives régionales pour en faire un joueur national comme Afgri. Même si Afgri ça ne marche pas très bien. L'intérêt c'était de bénéficier d'économies d'échelles grâce à l'achat de plus gros volume. Et puis un joueur national aurait pu jouer du retournement de la balance des pouvoirs dans les chaînes de production ». Entretien ME, directeur exécutif, Integrity, 19 juin 2014.

<sup>49</sup> Entretien CK, directeur financier, Senwes, Klerksdorp, 11 août 2014.



#### 2.1.2.2. Les dirigeants des ex-coopératives : entre gestionnaires et agriculteurs-actionnaires

Dans le cadre du conflit entre sociétés de gestion de *private equity* et agriculteurs-actionnaires pour le contrôle des ex-coopératives, les dirigeants d'entreprises ont adopté différentes positions. Tout d'abord dans la majorité des cas, ceux-ci ont maintenu et renforcé leurs alliances avec les agriculteurs-actionnaires et se sont donc opposés aux projets de Cédre ou Melasse PE. Ces dirigeants ont été désignés par un CA composé majoritairement de représentants des agriculteurs et leurs carrières dépendent directement du maintien de leur contrôle. Ce groupe de dirigeants s'est donc imposé comme « agent » des agriculteurs-actionnaires, garant de leurs intérêts à la fois comme client et comme actionnaire de l'entreprise :

*« AD : Est-ce que les agriculteurs sont vos clients ou vos actionnaires ?*

*AU : Selon la période de l'année, ils sont actionnaires ou clients. Ce sont des fermiers, donc ils sont clients toute l'année. Mais au moment du versement des dividendes et de l'assemblée générale ils se rappellent qu'ils sont aussi actionnaires.*

*AD : Et comment vous, les dirigeants, gérez cette double identité ?*

*AU : Ce sont nos clients, nos actionnaires mais aussi nos amis...Je connais leurs femmes et leurs enfants à tous. C'est une incroyable opportunité pour une entreprise d'avoir ses clients qui sont aussi ses actionnaires »<sup>50</sup>.*

Par ailleurs, les dirigeants sont progressivement entrés au capital de l'entreprise depuis les années 1990 et constituent aujourd'hui un bloc actionnarial d'appoint aux cotés des agriculteurs<sup>51</sup>. Par conséquent, leur influence et leur autorité au sein des entreprises dépend de leur alliance avec les agriculteurs-actionnaires. Cependant, ils se sont alliés ponctuellement avec les sociétés de gestion comme Cédre en vue de créer de la valeur pour leurs actionnaires. Par exemple, l'ex-coopérative Overberg Agri a cédé pour 8 millions de rands d'actions de l'entreprise Pioneer Foods qu'elle détenait dans son bilan (Cédre 2010). Autrement dit, s'ils ont fait bloc avec les agriculteurs pour empêcher Cédre ou Melasse PE de prendre le contrôle de l'entreprise, ils ont partiellement adopté les outils et les stratégies de création de valeur promues par les sociétés de gestion.

Mais dans certaines entreprises, notamment Senwes, Capespan et Kaap Agri les sociétés de gestion ont pu développer un partenariat ou tout du moins une ébauche de partenariat avec les dirigeants. Le cas de Senwes est intéressant car JD, le directeur exécutif, lors de l'entrée au capital de Cédre et Melasse PE, était favorable à leur stratégie à l'inverse du bloc d'agriculteurs-actionnaires dominant. Contrairement aux dirigeants évoqués plus haut, JD est un manager professionnel qui a dirigé plusieurs entreprises agroalimentaires et a construit sa carrière sur sa capacité à « convertir » les

---

<sup>50</sup> Entretien AU, Directeur exécutif, Overberg Agri, Caledon, 6 août 2014.

<sup>51</sup> Par exemple au sein de MGK, les directeurs détiennent en 2014, 32% des parts via la holding Intrax.

entreprises aux principes de la valeur actionnariale. Par conséquent, l'arrivée de ces fonds et firmes de *private equity* était l'occasion d'approfondir et d'accélérer la transformation de l'entreprise qu'il avait amorcée depuis sa nomination en 2001 :

« AD : Donc vous avez encouragé l'investissement de Melasse PE ?

JD : Mes objectifs étaient d'apporter le sens des affaires au conseil d'administration, et de voir si nous pouvions faire évoluer le CA vers plus de diversité et non plus dominé par les producteurs, où nous pourrions prendre des décisions en faveur du business, et ce faisant nous pourrions libérer de la valeur et en faire un business commercial. Dans ce raisonnement j'ai aussi fait une erreur fondamentale parce que j'ai pensé que c'était possible dans le cadre de structures de contrôle aux mains des producteurs. Ça n'est pas possible dans cet environnement. Ça n'est pas leur manière de penser »<sup>52</sup>.

Finalement, JD quittera son poste en 2009 et sera remplacé par un directeur plus proche des intérêts des agriculteurs-actionnaires. En revanche, dans deux autres entreprises, Capespan et Kaap Agri, la société de gestion Cédre est parvenue à prendre le contrôle et à nouer une alliance pérenne avec les dirigeants ; ces deux ex-coopératives sont d'ailleurs les deux dernières encore intégrées dans le portefeuille de Cédre Investments qui contrôlait respectivement 72,1% et 39,9% de leur capital en 2014. Le succès de Cédre dans ces deux cas s'explique par le moindre poids des agriculteurs-actionnaires d'une part, lesquels ne se sont pas constitués ou maintenus comme un acteur collectif uni<sup>53</sup>. Et d'autre part, par l'indépendance conquise par les dirigeants au cours de l'histoire récente de l'entreprise à l'égard des agriculteurs<sup>54</sup>.

Les cas de Cédre, et de Melasse PE illustrent bien les difficultés que peuvent rencontrer les gestionnaires dans leurs tentatives pour recruter et « attacher » les dirigeants d'entreprises. Ces difficultés sont d'autant plus prégnantes au sein des anciennes coopératives de producteurs où domine encore une conception de l'entreprise au service des coopérateurs, aujourd'hui actionnaires. A l'inverse, les gestionnaires véhiculent une « conception financiarisée » de l'entreprise comme espace

---

<sup>52</sup> Entretien JD, ex-directeur exécutif, Senwes, Le Cap, 19 mars 2015.

<sup>53</sup> Dans le cas de Kaap, il n'existait pas de bloc d'actionnaire structuré, mais des agriculteurs-actionnaires individuels et éparpillés. Dans le cas de Capespan, Cédre a impulsé le démantèlement des blocs existants : « Capespan a récemment conclu un processus de simplification de son actionnariat puisque les deux actionnaires de références, Unifruco et Outspan, ont dégroupé leurs parts au profit de leurs propres actionnaires. Les actionnaires d'Unifruco et d'Outspan sont principalement des producteurs de citrons et de fruits. Cette étape va permettre de libérer de la valeur pour les agriculteurs-actionnaires car les actions vont désormais être échangées librement et sans restriction sur un marché over-the-counter. Cédre a impulsé ce mouvement car de telles structures de contrôle, que l'on retrouve dans plusieurs autres entreprises agricoles bloquent la valeur des actions » (Cédre 2009, 11).

<sup>54</sup> « Le tournant ça a été en 2002. Avant le CEO de l'entreprise était un professeur d'agriculture à l'université qui gérât l'entreprise comme une ferme. Mais cette année-là, un nouveau directeur est arrivé avec un esprit plus entrepreneurial... Il avait bien une expérience du milieu agricole, mais il avait fait toute sa carrière dans les affaires (...) Je connais bien l'ancien directeur exécutif et il disait qu'on ne pouvait pas être moitié, moitié. Donc à partir du moment où on est devenu une entreprise privée, ce qui était important c'était le prix des actions ». Entretien SW, directeur exécutif, Kaap Agri, Malmesbury, 7 août 2014.

de valorisation du capital. Les dirigeants d'entreprise sont pris dans un tissu social et un faisceau de relations à la fois horizontalement au niveau de l'entreprise et de ses territoires, et verticalement au niveau des filières du *private equity*. Ces deux espaces sociaux leurs assignent des fonctions qui entrent parfois en contradiction. Par conséquent, les dirigeants réalisent un arbitrage et une hiérarchisation entre les deux conceptions antagonistes de l'entreprise qui dépend largement de leur ancrage ou de leur extériorité au sein de ces espaces. Ainsi, JD en tant que manager professionnel ayant connu une succession de postes de direction dans des entreprises différentes où il a œuvré à la mise en place des principes de la valeur actionnariale se caractérise par son extériorité à l'égard du secteur agricole et s'insère davantage dans les filières du *private equity*, que les dirigeants de MBK ou Overberg Agri qui ont réalisé toute leur carrière au sein d'une même entreprise et développé un savoir-faire spécifique aux ex-coopératives. Toutefois comme nous le verrons dans le dernier chapitre les deux conceptions ne sont pas hermétiques l'une à l'égard de l'autre.

A travers ce cas d'étude on perçoit déjà la dimension politique du travail des gestionnaires. En effet, ces derniers véhiculent et tentent d'imposer une conception de l'entreprise calquée sur les principes de la valeur actionnariale. Comme le révèle le conflit entre Cédre et les ex-coopératives, cette conception financiarisée de l'entreprise entre parfois en contradiction avec d'autres conceptions qui se sont forgées localement tout au long des trajectoires historiques du développement économique et agricole. Ainsi, le travail des gestionnaires est explicitement un travail de « désencastrement » (Caillé 2007; Polanyi 1983) des structures entrepreneuriales du tissu politique et sociale dans lesquelles elles sont insérées. Lorsque le partenariat avec les dirigeants ne permet pas aux gestionnaires d'approfondir le désencastrement des structures entrepreneuriales, ceux-ci ont parfois recours à la « force » comme l'illustre la procédure judiciaire entamée par la société de gestion Melasse PE.

#### 2.1.2.3. Reconstruire une politique d'investissement et des partenariats : le cas de Cédre Investments

En 2012, Cédre annonce un changement radical de stratégie et une réallocation de ses capitaux. Autrement dit, la société de gestion va promouvoir une nouvelle politique d'investissement définie ainsi :

- « la recherche de prise de participation majoritaire pour peser réellement sur la gouvernance et la stratégie;
- des investissements non plus seulement en Afrique du sud mais aussi dans les pays limitrophes ;
- la priorité à la croissance interne des entreprises plutôt qu'aux opportunités d'arbitrage ;
- la possibilité désormais d'investir directement dans la production primaire » (Cédre 2012, 6).

Face à l'échec relatif et à l'essoufflement de la politique d'investissement initial, les promoteurs de Cédre Investments se sont donc engagés dans une actualisation de leur stratégie tout en conservant le

mandat « agriculture et agroalimentaire » qu'ils s'étaient assignés au départ. Concrètement l'actualisation s'est traduite premièrement par une réorganisation du personnel au sein de la société de gestion et une nouvelle équipe élargie a été recrutée, dirigée par NC lequel a effectué sa carrière dans l'industrie du *private equity* en Afrique du sud<sup>55</sup>. Deuxièmement, Cédre limite désormais le nombre de ses investissements puisque son portefeuille ne compte plus que cinq entreprises, ce qui lui permet d'obtenir des positions majoritaires dans leur capital respectif<sup>56</sup>. Troisièmement, la société de gestion est beaucoup plus interventionniste dans les entreprises de son portefeuille, notamment quant au choix de leurs dirigeants. Ainsi, deux anciens chargés d'investissement de Cédre ont été nommés à la tête respectivement de Zaad Holdings et de Faucon. Enfin quatrièmement, la société de gestion a élargi son périmètre d'action en s'engageant dans de nouvelles filières (les semences, la production céréalière) et de nouveaux pays (la Zambie).

La capacité de Cédre à réinventer une politique d'investissement s'explique par l'originalité du partenariat noué entre les investisseurs et le gestionnaire. A la différence des fonds de *private equity* les titres de la firme Cédre Investments jouissent d'une forte liquidité puisqu'ils s'échangent librement sur le JSE, et par conséquent les investisseurs sont libres de se désengager quand ils le souhaitent. De plus le gestionnaire n'est pas contraint par un contrat de partenariat qui lui impose une politique d'investissement prédéfinie pendant 10 ans. Par conséquent, l'atout de cette société de gestion c'est sa capacité à réagir et sa flexibilité quant à l'allocation des capitaux. Ainsi, lorsqu'un conflit touche un segment particulier de cette filière agro-financière, celui-ci ne menace pas automatiquement l'intégrité de toute la filière et il en va de la responsabilité du gestionnaire de cloisonner les différents segments et d'entretenir la confiance des investisseurs.

L'alliance entre dirigeants et gestionnaires est particulièrement instable ; d'une part, les gestionnaires instrumentalisent parfois cette instabilité à des fins commerciales notamment lors de la sortie ; d'autre part, des conflits éclatent parfois lorsque les dirigeants d'entreprise refusent de coopérer. L'exemple de Cédre a enfin montré que les conflits entre dirigeants et gestionnaires n'induisent pas automatiquement la « mort » des filières agro-financières du *private equity* à la condition que les gestionnaires puissent rapatrier et réallouer les capitaux du fonds ou de la firme.

## **2.2. Mobilisations contre les filières agro-financières du *private equity***

Si les crises qui frappent les filières agro-financières du *private equity* sont parfois d'origine interne c'est-à-dire qu'elles concernent uniquement les acteurs des filières, il arrive aussi que ces crises soient provoquées par une mobilisation collective externe qui cible explicitement un ou des acteurs des filières du *private equity*. Dans ces cas de figure, la pérennité des filières est menacée non pas à cause

---

<sup>55</sup> A l'inverse le directeur de l'équipe de gestion précédente a connu une carrière de dirigeant dans les grandes entreprises agroalimentaires sud-africaine et il a notamment occupé le poste de directeur général d'une ex-coopérative de producteur.

<sup>56</sup> La composition du portefeuille de Cédre Investments est la suivante: Agri Voedsel (47,4%) ; Kaap Agri (39,9%) ; Capspan Group (72,1%); Faucon Africa (76,7%); Zaad holdings (92%).

du « divorce » entre les parties, mais par l'arrivée d'un acteur extérieur qui conteste le fonctionnement « normal » des filières. Tout d'abord, nous allons revenir sur deux cas particuliers où des critiques ont été formulé à l'égard de fonds de *private equity* de notre panel ; puis à partir de ces éléments empiriques, nous nous interrogerons sur la capacité du gouvernement des filières à faire face à ces critiques et ces mobilisations extérieures.

### **2.2.1. Le cas de russellwater et des « occupants »**

La société de gestion russellwater a acquis pour le compte du fonds Granary Investments et de son unique investisseur américain des exploitations agricoles dans les provinces du Mpumalanga et du Kwa-Zulu Natal, à proximité des communes de Normandien et Morgenzon, sur lesquelles vivent plusieurs familles reconnues légalement comme des « occupants » -*occupiers*. Pendant la période de l'apartheid, les travailleurs agricoles dans ces régions de l'ouest du pays étaient cantonnés sur les exploitations agricoles sur lesquelles ils travaillaient afin de parer au déficit de main d'œuvre agricole suites à la politique des réserves d'une part et face à la concurrence des mines d'autres part (Fauvelle-Aymar 2006). Le système du « *pass* » les rattachait légalement à ces exploitations, en tant que « *labour tenants* », dont ils ne pouvaient partir sans l'accord de l'agriculteur. En 1997, l'*Extension of Security of Tenure Act* reconnaît à ces (ex) travailleurs agricoles et à leurs familles le droit de résider sur ces exploitations mais sans leur reconnaître un droit de propriété pour autant. Cette loi comprend par ailleurs un ensemble de droits et de devoirs pour les deux parties comme l'interdiction faite aux occupants -*occupiers*- d'avoir un usage commercial des terres, ou l'obligation pour le propriétaire de garantir un accès aux services de base, tout en laissant une marge de manœuvre aux acteurs pour définir les termes concrets de l'organisation de leur cohabitation quotidienne (Sibanda et Turner 1999).

La situation des occupants s'est progressivement imposée comme un problème majeur pour le gestionnaire à la suite de divers incidents qui ont attiré l'attention de l'investisseur américain. Tout d'abord, les occupants possèdent leur propre bétail qu'ils font paître en liberté sur les terres non clôturées des exploitations. A leur arrivée les gestionnaires du fonds souhaitaient encadrer et réguler cette pratique notamment face aux risques de contamination de leur propre bétail par celui des occupants. Ensuite, les tombes des ancêtres des occupants actuels sont situées sur les exploitations mais en dehors des zones résidentielles délimitées et allouées aux occupants. Par conséquent, le gestionnaire a souhaité à son arrivée restreindre l'accès des occupants aux tombes et d'une manière générale mieux encadrer leur circulation sur l'exploitation privée. Afin de réguler la circulation des occupants et de leur bétail sur les exploitations, la société de gestion russellwater entrepris d'une part de recenser et d'enregistrer tous les occupants et leurs familles et d'autre part de leur faire signer un

code de bonne conduite<sup>57</sup>. De plus, ils exigèrent le marquage individuel du bétail afin d'identifier plus facilement leurs propriétaires et instaurèrent un système d'avertissement et de sanction, qui pouvait aller jusqu'à l'expulsion, en cas de manquement au règlement.

Ces efforts de régulation privée eurent pour effet de susciter la frustration de la part des occupants, majoritairement récalcitrants à l'application de ces règles, et les relations entre les occupants et les managers agricoles de russellwater devinrent plus tendues. Si cette cohabitation entre agriculteurs et occupants est la norme dans les régions orientales d'Afrique du sud, cette configuration a suscité l'inquiétude de l'investisseur américain, inquiet de se voir impliqué dans un éventuel conflit foncier en Afrique du sud. L'inquiétude du fonds de dotation d'Harvard était alors d'autant plus vive qu'en 2011, une campagne transnationale avait dénoncé les pratiques du fonds de dotation de l'Université Vanderbilt au Mozambique dans le cadre du fonds Emvest (voir encadré 4.5).

Encadré 4.5 : La mobilisation contre le fonds Emvest en 2011/2012

En juin 2011, un rapport publié par l'ONG Oakland Institute (Oakland Institute 2011a ; 2011b) dénonce les pratiques du fonds Emvest en particulier dans le cadre de son investissement dans l'exploitation agricole de Matuba au Mozambique. L'Oakland Institute est une association américaine de plaidoyer et de lobbying à la marge entre sphère militante et académique particulièrement engagée dans les campagnes contre l'accaparement foncier à grande échelle et pour les droits fonciers en Afrique (Daniel 2012) mais aussi aux Etats-Unis (Oakland Institute 2014). Dans le cadre de ce dossier, les promoteurs d'Emerging sont qualifiés d'accapareurs fonciers car ils n'ont pas respecté les procédures d'allocation du foncier agricole au Mozambique, en particulier les procédures de consultation des populations. Par ailleurs, à travers les entretiens avec les populations locales et les études de terrain conduites par ces chercheurs indépendants, il apparaît que les salaires pour les employés ne seraient pas toujours versés et que les promesses incluses dans le contrat en termes de création d'emplois notamment ne sont pas tenues.

Ces accusations vont alors être reprises dans le cadre de la campagne « Vanderbilt Responsible Endowment Campaign » menée par les étudiants de l'université et qui va culminer lors du mouvement « Occupy Vanderbilt », de février à mai 2012, qui se traduit par l'installation d'un campement sauvage sur le campus<sup>58</sup>. Lors de cette campagne, les étudiants réclament un retrait du fonds de dotation de leur université des fonds d'investissements engagés dans l'agriculture en Afrique. Cette mobilisation d'un peu plus de deux ans auraient conduit en 2013 au retrait du fonds de dotation du fonds Emerging selon le directeur de l'ONG Oakland Institute :

<sup>57</sup> Lequel fixait des créneaux horaires précis pour la visite des tombes, mais aussi des horaires de visites aux occupants. Par ailleurs obligation était faite aux occupants d'ériger des barrières autour de leurs maisons (Russellwater 2012).

<sup>58</sup> Oakland Institute, « *Occupy Vanderbilt wants answers from administration* », communiqué de presse, 9 avril 2012.

« Le désinvestissement de Vanderbilt du fonds Emerging est la preuve du pouvoir des étudiants informés qui, malgré les mensonges et les esquives de l'administration, l'ont emporté. Leur engagement est un exemple pour tous les fonds de dotation, fonds de pension et les autres investisseurs qui considèrent les petits producteurs comme superflus et se sentent le droit de profiter du vol des ressources des pays en développement et dont les agissement peuvent être stoppés par la force de la vérité »<sup>59</sup>.

A partir de 2012 la société de gestion Emvest va revendre progressivement ses actifs et cette campagne de mobilisation met un terme définitif à la croissance du fonds.

Pour répondre aux demandes de leurs investisseurs, les gestionnaires sud-africains se sont engagés tout d'abord dans un processus de médiation avec les occupants ; pour cela, ils ont recruté un employé « africain » spécialement dédiées aux relations avec ces groupes :

« Désormais nous avons un responsable de la communication à plein temps, et sa principale responsabilité est de maintenir la cohésion sociale avec les occupants sur les exploitations agricoles. Grace à sa capacité à parler plusieurs langues locales et sa compréhension des impératifs de notre business, il est le candidat parfait pour occuper cette position. Jusqu' à présent il est parvenu à construire une relation de confiance avec plusieurs des occupants. De plus, il a été occupé à voyager sur les fermes, à informer les occupants en personne de leurs droits, responsabilités et obligations, et à distribuer à chacun d'entre eux notre politique relative aux occupants et les procédures que nous avons traduit dans chaque langue locale » (Russellwater2012, 23).

Par ailleurs, ils offrirent aux occupants de les installer sur une autre propriété qu'ils allaient eux même acheter ou bien de les regrouper sur une parcelle dont ils étaient prêt à leur céder le titre de propriété. Cependant ces médiations échouèrent, les occupants leur reprochant de vouloir les cantonner sur de mauvaises terres, éloignées des services de base ; lors d'une réunion de médiation en 2013 le médiateur et le chargé d'investissements de russellwater ont ainsi été pris à partie par les occupants. Cette situation eut pour effet de susciter des incompréhensions et des tensions entre le gestionnaire et son investisseur. Tandis que le gestionnaire sud-africain faisait valoir sa capacité à gérer le conflit et à minimiser l'ampleur du conflit que l'on retrouve dans de nombreuses exploitations agricoles du pays, l'investisseur était quant à lui davantage préoccupé par les potentielles répercussions pour son image et souhaitait rester « sous le radar ». Par conséquent, ce dernier a poussé le gestionnaire à trouver une solution négociée à ce conflit.

Face aux pressions croissantes de la part de l'investisseur, la société russellwater proposa de coter le fonds Granary Investments à la bourse de Johannesburg sous la forme d'un fonds de propriété –real

---

<sup>59</sup> Oakland Institue, « Vanderbilt University divests from "land grab" in Africa », communiqué de prese, 13 février 2013.

*estate investment trust*- dont le capital serait ouvert à tous les actionnaires (Russellwater2013). Pour le gestionnaire il s'agissait de conserver sous leur gestion ce qu'ils considéraient comme « *le meilleur actif du fond* », tout en diluant la responsabilité de leur investisseur au sein de la propriété collective propre aux marchés boursiers. Cependant la proposition fut rejetée par l'investisseur qui souhaitait en outre conserver le monopole sur la prise de décision. Finalement, russellwater fut contraint à compter de 2014 de se désengager de toutes les exploitations agricoles sur lesquelles il y avait la présence d'occupants, processus encore en cours à l'été 2015. A cette date, le binôme investisseur-gestionnaire peine à redéfinir une politique commune d'investissement<sup>60</sup> et l'investisseur laisse planer le doute quant à ses intentions réelles et son engagement dans le fonds.

Dans ce cas d'étude, la crainte de l'investisseur de se voir dénoncer publiquement a suscité une crise au sein de la filière agro-financière du *private equity*. En effet, la mobilisation contre les projets du fonds est restée spontanée et peu organisée de la part des occupants qui n'ont jamais cherché à mobiliser des soutiens en dehors des exploitations agricoles ni à se constituer collectivement en coalition de cause. Cependant cette question des occupants a mis un coup d'arrêt à l'expansion du fonds, et les deux parties cherchent aujourd'hui à rétablir une relation de confiance dans laquelle l'investisseur puisse croire à la capacité du gestionnaire à produire de la valeur tout en se maintenant « sous le radar ».

### **2.2.2. Le cas du fonds Agriculture and Agribusiness Fund et de Feronia**

Le fonds Agriculture and Agribusiness Fund (AAF) crée en 2010 a pris à ce jour des participations dans 7 entreprises, dont l'entreprise congolaise de production et de transformation de palmier à huile « Feronia ». L'investissement d'AAF dans l'entreprise a été dénoncé dans le cadre d'un premier rapport de l'organisation non-gouvernementale (ONG) française pour le développement « CCFD-terre solidaire » paru fin 2013 (Gaudard 2013), puis dans un second rapport des ONG GRAIN et « Réseau d'information et d'appui aux ONG nationales » (RIO-RDC) publié en 2015 (GRAIN et RIO-RDC 2015). Ces rapports ont ensuite été repris par les médias généralistes, notamment dans un article publié sur Médiapart<sup>61</sup> et dans le journal anglais « The Guardian »<sup>62</sup>. Au départ ces critiques sont portées principalement par des associations européennes de solidarité et de coopération internationale dans le cadre de leurs activités de plaidoyer auprès des pouvoirs publics nationaux et européens (Ollion et Siméant 2015). Ces associations sont particulièrement actives sur les questions des droits fonciers dans les pays du Sud en particulier GRAIN qui a récemment mené des campagnes internationales contre les accaparements fonciers à grande échelle *-land grabbing-* en centralisant les informations issues de son

---

<sup>60</sup> Le gestionnaire a proposé de se tourner vers l'acquisition d'exploitations d'arbres fruitiers dans les provinces occidentales mais sans que ce projet ne se matérialise pour l'instant (Russellwater 2014).

<sup>61</sup> Médiapart, « L'Agence française de développement est accusée d'accaparement foncier en RDC », 19 juillet 2015.

<sup>62</sup> The Guardian, « UK development finance arm accused of bankrolling 'agro-colonialism' in Congo », 5 juin 2015.



réseau d'associations partenaires. Dans le cadre de leurs mobilisations, ces ONG européennes collaborent avec des partenaires associatifs ou des communautés dans les pays du Sud. Ainsi, le rapport « Agro-colonialisme au Congo » est coécrit avec un réseau d'ONG congolaises, le « Réseau d'information et d'appui aux ONG nationales », et relaie particulièrement les témoignages et les revendications portées par les chefs de communautés dans les régions concernés<sup>63</sup>. Ainsi, c'est une coalition hétéroclite d'associations de plaidoyer et d'autorités communautaires qui vont porter ces critiques dans les pays européens d'où sont originaires les investisseurs, à savoir la France et le Royaume-Unis.

Les critiques formulées dans ces rapports sont principalement adressées à l'égard des investisseurs, et le gestionnaire du fonds, Mafissa, ou les dirigeants de l'entreprise Feronia sont peu ou pas mentionnés. Comme l'illustre le titre du rapport de GRAIN, les critiques dénoncent le néo-colonialisme des institutions financières de développement européennes et américaines en insistant sur plusieurs points du projet :

- le flou entourant les modes d'accès et de détention de ces plantations qui remonte à la période coloniale belge ;
- les soupçons de cooptation et de corruption à l'égard des élites locales<sup>64</sup> ;
- les pratiques d'évasion fiscale au détriment notamment de l'Etat congolais<sup>65</sup>.

De plus la question est posée de l'écart entre le mandat des IFD notamment en termes de sécurité alimentaire et le modèle de la plantation sur lequel repose Feronia ; ainsi les auteurs du rapport de la CCFD demandent : « *ces immenses palmeraies sont-elles le meilleur moyen de lutter contre le fléau de l'insécurité alimentaire qui touche près de 73 % de la population en RDC ?* » (Gaudard 2013, 42).

Ainsi, les critiques adressées par cette coalition d'ONG sont formulées à l'égard des gouvernements européens sans que la médiation d'un gestionnaire professionnel semble atténuer ou diluer leurs responsabilités. C'est d'ailleurs les institutions financières de développement européennes qui vont répondre directement aux critiques. La CDC britannique visée par le rapport de GRAIN et par l'article de « The Guardian » va publier en septembre 2015 une réponse aux critiques formulées<sup>66</sup>. Dans celle-ci, la CDC répond point par point aux critiques et insiste tout particulièrement sur son rôle dans le

---

<sup>63</sup> « Le 8 mars 2015, près de 60 chefs traditionnels et de leaders des communautés du district de Yahuma, ou 90% de la plantation Lokutu détenue par Feronia sont localisés, se sont retrouvés dans la ville de Mozité pour appeler à la résolution de leurs griefs à l'égard de Feronia. Ils déclarent que l'entreprise ne les a jamais consultés à propos de l'usage du foncier et n'a pas le droit d'être là : « Nous défendons en premier lieu le début de négociations pour réclamer nos droits sur les terres qui ont nous ont été illégalement confisqué, il y a 104 ans » (GRAIN et RIAO-RDC 2015, 4).

<sup>64</sup> Et plus particulièrement à l'égard de BK, membre du conseil d'administration de l'entreprise jusqu'en 2014, ancien ambassadeur du Congo à Londres et ministre de l'information dans le gouvernement de Joseph Kabila.

<sup>65</sup> « Feronia cumulerait absence d'imposition aux Caïmans, trêve fiscale en RDC jusqu'en 2012, et utiliserait les pertes enregistrées au Canada pour réduire les profits imposables des années suivantes » (Gaudard 2013, 41).

<sup>66</sup> CDC, « General CDC Statement for the Business & Human Rights Resource Centre Newsletter », communiqué de presse, 15 septembre 2015.

maintien et la création d'emplois<sup>67</sup> et sur sa capacité à imposer des standards de « bonne gouvernance » environnementaux et sociaux.

Les critiques formulées dans ces rapports n'ont pas débouché pour l'instant sur un désengagement du fonds AAF de l'entreprise Feronia. Ainsi dans ce cas, la crise n'a pas de répercussions immédiates sur le fonctionnement « normal » des filières agro-financières ; toutefois celle-ci met en lumière une chaîne de responsabilités et une capacité d'assimilation de la critique sur lesquelles nous allons maintenant revenir.

### **2.2.3. Faire face aux critiques et aux mobilisations**

A partir de ces deux exemples concrets et d'autres issus de nos terrains d'enquête, nous pouvons revenir sur la capacité des acteurs des filières agro-financières du *private equity* à faire face aux critiques et aux mobilisations extérieures. L'analyse des crises est intéressante parce qu'elle met en lumière d'une part les formes de responsabilités qui existent au sein des filières agro-financières mais aussi d'autre part les ressorts de la légitimité du dispositif du *private equity*.

#### **2.2.3.1. Des mouvements sociaux transnationaux face aux filières du *private equity* ?**

Dans un premier temps, il est intéressant de revenir sur les acteurs qui portent la critique et incarnent les mobilisations contre les filières agro-financières de notre panel, mais aussi le contenu de ces critiques. A travers nos deux exemples, deux groupes d'acteurs semblent jouer un rôle prépondérant dans la formulation de la critique.

Premièrement, les communautés et les foyers ruraux entrent en compétition avec les acteurs des filières agro-financières pour l'usage des ressources. Que ces acteurs soient les occupants sur les exploitations agricoles sud-africaines ou bien des communautés rurales avoisinant les plantations de Feronia au Congo ou d'Emvest au Mozambique, celles-ci défendent une conception et un usage alternatif des ressources foncières. Les formes et le degré d'organisation collective varient de la cellule familiale dans le cas des occupants à la communauté ou à l'association, et leur capacité à se constituer en collectif détermine partiellement l'écho de leur mobilisation. Les critiques formulées concernent alors leur exclusion ou marginalisation dans l'accès aux ressources. Celles-ci ciblent et s'adressent prioritairement aux entreprises et à leurs dirigeants d'une part, et parfois aux administrations locales ou nationales d'autre part.

Deuxièmement, les associations européennes ou américaines de plaidoyer pour le développement comme CCFD, GRAIN, ou Oakland Institute sont particulièrement actives dans la formulation et

---

<sup>67</sup> « La CDC a investi dans l'entreprise Feronia il y a un peu plus de 21 mois –au cours de cette période, nous avons fourni à l'entreprise du capital pour la maintenir à flot. Ceci a permis de préserver environ 3500 emplois et plusieurs milliers d'autres qui sont dépendants des contrats et de l'approvisionnement de Feronia » (CDC 2015, 1).

l'énonciation d'une critique qui cible davantage les investisseurs, et en particulier les investisseurs issus de leurs propres pays. Etienne Ollion et Johanna Siméant ont analysé l'essor et la professionnalisation des associations de plaidoyer dans les sphères du développement international dont le dénominateur commun est la recherche d'influence vis-à-vis des pouvoirs publics. Cependant les professionnels du plaidoyer se distinguent du lobbying parce qu'ils s'appuient sur les droits de l'homme d'une part et parce qu'ils disposent de ressources moindres d'autre part (Ollion 2015). Ces associations suivent les flux de capitaux de leur source à leur destination afin de mettre en lumière la chaîne de responsabilités qui relie les acteurs du haut des filières agro-financières et les transformations en aval. Les associations de plaidoyer des pays du Nord questionnent d'une part la légitimité de l'utilisation des capitaux de l'Etat ou des épargnants dans des projets à caractère spéculatif ; d'autre part, leurs critiques dénoncent la persistance du néocolonialisme qui se manifeste à travers l'exploitation des ressources dans les pays africains et la corruption des élites locales. Il s'agit donc de rendre visible cette réalité sous la forme de la publication de rapports et de campagnes de presse afin d'une part de responsabiliser les citoyens des pays du Nord quant à l'utilisation qui est faite de leurs capitaux, et d'autre part, d'influencer les pouvoirs publics. Comme le souligne Etienne Ollion le travail de ces associations est double : collecter et mettre en forme les données d'une part et les faire circuler d'autre part (Ollion, 2015). Le « recours au scandale » (Offerlé 1998) apparaît alors comme un mode d'action privilégié par les associations de plaidoyers et leurs membres dotés d'un important capital social dans certains médias « contestataires ».

Les deux groupes d'acteurs contestataires entrent parfois en relation comme dans le cas de la rédaction du rapport « *Agro-colonialism in the Congo* ». Les associations de plaidoyer apportent ainsi des témoignages locaux sur les impacts réels des projets financés par les capitaux du Nord, tandis que les acteurs locaux rendent visibles leurs mobilisations. Dans notre étude de cas, la mise en relation transnationale se fait autour des enjeux fonciers et d'accès aux ressources et sur la dénonciation commune du « *land grabbing* », au détriment d'autres enjeux de mobilisation comme les droits des travailleurs par exemple<sup>68</sup>. Par ailleurs, ces rapprochements restent conjoncturels et limités à cause des enjeux locaux propres à chacun des deux groupes et à leurs interlocuteurs spécifiques : les gouvernements des pays du Nord d'un côté, les administrations et les entreprises locales dans les pays du Sud de l'autre côté. Comme le note Etienne Ollion et Johanna Siméant l'essor du plaidoyer provoque

« un accroissement exponentiel de la division du travail militant entre les acteurs professionnalisés et ceux au nom de qui ils plaident » (Ollion et Siméant 2015, 14).

---

<sup>68</sup> Jessica Chu a montré à travers une étude de cas d'un projet d'investissement en Zambie comment cette critique à l'encontre du *land grabbing* s'est davantage construite et mute face aux discours de la banque mondiale et des investisseurs qu'à partir d'une réalité empirique (Chu 2013).

Les mobilisations contre les filières agro-financières voient aussi la participation d'autres groupes d'acteurs qui servent alors de relais aux critiques formulées par les associations de plaidoyers. Ainsi, la campagne contre Emvest au Mozambique s'est traduite par un désengagement du fonds de dotation de l'université Vanderbilt grâce au concours du mouvement « *Occupy Vanderbilt* » qui a fait sienne cette revendication. Le rapport « *Agro-colonialism in the Congo* » a bénéficié d'importants relais médiatiques en Europe qui ont poussé la CDC à réagir. Par conséquent, les mobilisations « réussies » contre les filières de notre panel reposent sur des coalitions hétéroclites d'acteurs qui se saisissent d'une critique formulée ailleurs et l'inscrivent dans le cadre de leur propre mobilisation et engagement.

Dans nos études de cas, les mobilisations des acteurs ne ciblent pas toujours les filières agro-financières du *private equity* dans leur ensemble mais plutôt certains échelons et en particulier les dirigeants d'entreprise ou les investisseurs. Cependant, les différentes critiques se rejoignent autour de la dénonciation du projet de « désencastrément » entrepris par les acteurs des filières du *private equity*. La marchandisation du foncier par exemple fait l'objet de vives critiques. A ce titre on peut considérer dans une perspective polanyienne que cette coalition d'acteurs incarne un « contre-mouvement » de la société face à l'extension du marché et aux tentatives de désencastrément des structures entrepreneuriales, au même titre que l'aristocratie face aux mouvements des enclosures dans l'Angleterre du XVII<sup>e</sup> siècle (Polanyi 1983). L'enjeu de leur mobilisation c'est donc la « politisation » des circuits de capitaux du *private equity*<sup>69</sup>, c'est-à-dire d'extraire cet enjeu de la circulation et de l'allocation des capitaux de la sphère financière.

Si l'énonciation des critiques et les mobilisations des acteurs restent largement enfermées dans leurs territoires nationaux, les associations de plaidoyer jouent le rôle d'entrepreneur d'une cause globale en ébauchant des coalitions transnationales contre les filières agro-financières. Ainsi, comme l'a souligné Jennifer Clapp, la mise à distance caractéristique du « régime alimentaire » actuel engendre une mutation et une recomposition des mobilisations où l'expertise et les savoirs faire techniques jouent un rôle prépondérant (Clapp 2014). Face aux filières agro-financières transnationales, on assiste au développement en parallèle de coalitions sociales transnationales qui conteste leur légitimité à faire circuler des capitaux. Toutefois, les acteurs de ces coalitions restent ancrés dans leur espace national rendant difficile leur coordination effective sur le long terme et donc l'émergence d'un réel mouvement social transnational (Pommerolle et Siméant 2008).

---

<sup>69</sup> Nous reprenons ici la notion de politisation développée par Camille Hamidi : « Sans reprendre les thèses fonctionnalistes qui influencent ce texte, il paraît possible d'en retenir deux éléments permettant de repérer la politisation à l'œuvre dans les discours profanes : la référence aux principes généraux devant régir une société, ou, dans les termes de Boltanski, la montée en généralité, et la reconnaissance de la dimension conflictuelle des positions adoptées (au sens où le locuteur admet l'existence de clivages sur la question en jeu et non pas au sens où il mobiliserait nécessairement un registre discursif revendicatif ou contestataire). On considérera qu'il y a politisation du discours dès lors que ces deux éléments sont réunis » (Hamidi 2006, 10).

#### 2.2.3.2. La chaîne de responsabilité des filières agro-financières

Selon Jenifer Clapp, la mise à distance est une ressource pour les investisseurs car elle tend à diluer et opacifier les responsabilités des acteurs (Clapp 2014). Néanmoins les exemples de Feronia ou d'Emvest ont montré la capacité des associations de plaider à opérer une jonction entre la responsabilité des investisseurs et celle des dirigeants d'entreprise qu'ils financent. Il semble donc à première vue qu'il existe une chaîne de responsabilité qui relie les acteurs des filières agro-financière du *private equity* et les rendent solidaires les uns aux autres. Dans le cadre de la gestion de cette chaîne de responsabilité, les acteurs mobilisent deux stratégies distinctes de « gestion anticipative de la contestabilité » (Homel 2004) : l'opacité ou la transparence.

Premièrement la chaîne de responsabilité est au départ souvent rendue opaque dans le cadre des mécanismes de la délégation de gestion. Les accords de partenariat comportent des clauses de confidentialité quant à l'identité des investisseurs et la circulation des capitaux par des juridictions *off-shore*, comme l'Ile Maurice, qui entretiennent l'opacité. Les sociétés de gestion Emvest et russellwater ont ainsi explicitement adopté des stratégies « sous le radar » afin d'entretenir le secret quant à l'identité de l'investisseur. Lorsque l'identité des investisseurs est révélée, ceux-ci sont alors confrontés à des campagnes de dénonciation publique comme ça a été le cas pour le fonds de dotation de l'université Vanderbilt qui a été finalement contraint de se désengager purement et simplement du fonds Emvest. La peur du scandale parmi les investisseurs joue un rôle dissuasif important comme le montre l'exemple d'Harvard qui a fait machine arrière face à la menace d'un conflit public avec les occupants. Ainsi, l'enjeu pour le gestionnaire est de préserver les investisseurs du « risque réputationnel » (Hommel 2006) et pour cela d'éviter que les critiques et les mobilisations autour de l'entreprise-cible remonte jusqu'à eux. La mise en cause publique de l'investisseur, en particulier dans son pays d'origine, peut signifier la mort de la filière agro-financière.

A l'inverse, dans le cadre du fonds AAF, les investisseurs sont mis en avant et les acteurs mettent en scène la transparence au sein des filières agro-financières. Ainsi, l'identité des principaux investisseurs est publiquement affichée et les acquisitions d'entreprises font l'objet de communiqués de presse de la part du gestionnaire. De plus la transparence au sein des filières agro-financières est mise en scène à travers le recours à des standards de « bonne gouvernance » d'une part et la mise en œuvre de mécanismes de règlement des conflits indépendants d'autre part. Les acteurs des filières développent leurs propres procédures d'évaluation et d'audit environnementaux et sociaux garanties par des organisations indépendantes comme les gestionnaires du fonds AATIF, lesquels ont recours aux services de l'Organisation Internationale du Travail (OIT) :

« AD: Pourquoi est-ce que vous avez nommé une entité indépendante pour les enjeux environnementaux et sociaux? »

*KG : Ça vaut la peine dans l'agriculture ou il y a beaucoup de chances d'être pris pour cible... Dans l'agriculture il y a les enjeux des conditions de travail mais surtout de l'accaparement foncier... Il y a beaucoup d'enjeu mais c'est le principal qu'il faut régler avant de s'engager. Et nous avons pensé que ça serait un bénéfice énorme dans notre cas si l'OIT devenait notre partenaire... Parce que c'est un partenaire et pas un consultant. (...) Les bénéfices sont évidents car cela permet de dé-risquer les investissements »<sup>70</sup>.*

A travers cet extrait d'entretien, on perçoit comment les acteurs des filières ont assimilé et anticipé les critiques formulées à l'égard des précédents projets, notamment la critique de *land grabbing*, lesquelles sont en partie « désarmées » grâce à la participation de l'OIT. Par ailleurs, certaines filières de notre panel bénéficient de leurs propres institutions de règlement des conflits. Le fonds Agri-life et l'entreprise-cible New Forests company par exemple ont pu recourir aux services du « *Compliance Advisor Ombudsman* », un mécanisme d'arbitrage développé spécifiquement pour les investissements de l'IFC, dans le cadre du conflit qui les a opposé aux communautés rurales ougandaises (Office of the compliance advisor/Ombudsman 2012).

Par ailleurs, à travers la mise en œuvre de projets d'assistance technique ou de responsabilité sociale d'une part mais aussi la conduite d'audit environnementaux et sociaux sur le site des entreprises-cibles qui mettent en lumière le nombre d'emplois par exemple, les gestionnaires mettent en scène leurs capacités à produire des biens communs, qui prend la forme d'une croissance inclusive comme nous le verrons dans le chapitre suivant, afin de préserver « la sécurité économique et juridique » (Hommel 2006) des entreprises mais aussi des filières dans leur ensemble. Les différents projets sociaux et environnementaux qui associent aux filières des ONG et des organisations internationales de développement tracent les contours d'un « contrat social » original (Giovannucci et Ponte 2005), qui semble court-circuiter l'Etat<sup>71</sup> et sur lequel les acteurs des filières agro-financières construisent leur légitimité à faire circuler les capitaux.

La mise en scène de la transparence est donc strictement encadrée et les mécanismes standards de mise en lumière vont de pair avec une « invisibilisation ». Pas plus que l'opacité, la stratégie de la transparence ne prémunit les acteurs des filières agro-financières contre une mise en cause publique comme l'illustre le rapport « *Agro-colonialism in Congo* ». Toutefois, la filière du fonds AAF affiche une plus grande résilience que la filière Granary Investments face à la crise du fait de la mise en place de mécanismes de « canalisation de la contestabilité » (Hommel 2004). Un élément déterminant de cette résilience semble donc résider dans la capacité des différents acteurs à associer à la marge de leurs projets des acteurs non-financiers, et en particulier des ONG et des institutions internationales de développement.

---

1.1.1. <sup>70</sup> Entretien téléphonique KG, responsable de projet et chargée de la gestion du fonds AATIF, Deutsche Bank, 24 mars 2014.

<sup>71</sup> Sur le rôle de l'Etat, se reporter au chapitre VI.

A travers ces mobilisations, c'est la légitimité des acteurs à allouer et gérer des capitaux d'une part et à s'approprier et à gouverner des entreprises d'autre part qui est contestée. Les mécanismes de la « bonne gouvernance environnementale et sociale » sont alors les supports d'une légitimation des acteurs des filières, tandis que l'opacité est une tentative d'a-légitimation sociale. Paradoxalement, on note une séparation entre la gestion opérationnelle des flux de capitaux qui incombe au gestionnaire et la responsabilité à l'égard de ces flux qui concerne prioritairement les investisseurs. En période de crise, la faible solidarité entre les membres des filières du *private equity* peut provoquer la rupture des appariements entre les acteurs qui se traduit par le déclin ou la mort de la filière comme dans le cas du fonds géré par russellwater.

Que ce soit à cause de la double affiliation des entrepreneurs ou bien d'une mobilisation ciblant un investisseur, ces filières agro-financières connaissent des crises qu'elles affrontent et parfois qui les terrassent. Ces crises ont pour point commun de marquer une résurgence des conflits locaux, au niveau des investisseurs ou des entreprises-cibles. Les gestionnaires sont alors au cœur de ce processus de médiation entre ces champs spécifiques dont ils doivent saisir les enjeux et les rouages pour faciliter l'engagement et le maintien des acteurs en amont et en aval dans leurs filières agro-financières. Finalement cette capacité à faire tenir ensemble ces groupes d'acteurs et à gérer les crises qui les traversent participe directement du processus de production d'une marchandise financière. Pour cela le gestionnaire se mue parfois en entrepreneur politique comme dans le cas de russellwater où la société de gestion a défini et tenté de mettre en œuvre un cadre de régulation original sur ses exploitations à travers la préparation et la diffusion d'un code de bonne conduite par exemple.

### 3. Conclusion du chapitre

Le fonctionnement des filières agro-financières du *private equity* repose sur une architecture complexe de dispositifs et d'instruments qui permettent aux acteurs « internes » de se coordonner dans le cadre de la production d'un actif financier à partir de l'agriculture. Le comité d'investissement, les normes de performances de l'IFC, la feuille de calcul du budget ou encore les appels téléphoniques informels contribuent concrètement à articuler les acteurs les uns aux autres. Il est intéressant de noter que par-delà les différences entre les deux niveaux d'interactions (investisseurs/gestionnaires et gestionnaires/dirigeants), leur « régimes de régulation » tendent vers le même modèle : un gouvernement des normes et des procédures (Montagne 2006). Mais au-delà du simple enjeu de la coordination, l'analyse du gouvernement des filières du *private equity* fait apparaître un rapport de force interne en faveur des détenteurs de capitaux. En effet, les entreprises-cibles sont soumises aux exigences de la valorisation du capital sous l'effet de la normalisation ou, « par la force » lorsque les conditions du partenariat avec les dirigeants sont remises en cause comme l'a montré la tentative de Cédre par exemple.

Mais l'analyse du gouvernement des filières du *private equity* aborde aussi la question de leurs interactions avec « l'extérieur » et leurs capacités à faire face aux mobilisations locales, nationales et transnationales. Les différentes filières de notre panel font alors preuve d'une capacité inégale de résilience. Dans le cas du fonds AAF, le binôme gestionnaire-investisseurs tentent ainsi de développer un « esprit du capitalisme financiarisé » (Boltanski et Chiapello 1999) qui assimile les critiques formulées à son égard (par exemple en ce qui concerne le *land grabbing*) et s'appuie sur une infrastructure institutionnelle et cognitive. A l'inverse, dans le cas du fonds Granary Investments, le binôme fait l'économie d'un tel travail de justification en préférant se désengager des exploitations agricoles.

Dans les deux derniers chapitres nous nous sommes attachés à décrire la « naissance » et la « vie » des filières agro-financières du *private equity* ; dans le chapitre suivant, nous nous intéressons à leur raison d'être, à savoir la production d'une marchandise financière à partir d'une entreprise-cible.



## Chapitre 5 : Créer de la valeur à *partir* de l'entreprise-cible

---

Dans les chapitres précédents nous nous sommes intéressés aux filières agro-financières du *private equity*, à leur émergence puis aux conditions de leur développement et de leur « bon » fonctionnement. Il nous reste désormais à nous intéresser plus particulièrement au processus de valorisation du capital, c'est-à-dire à la production d'un actif financier original par les acteurs des filières du *private equity*. Jusqu'à présent, notre analyse a englobé les filières dans leur ensemble. Ce chapitre déplace le niveau d'analyse à un niveau infra pour se focaliser uniquement sur les entreprises-cibles. La production d'un actif de *private equity* repose sur une pluralité de mécanismes mobilisés notamment en amont des entreprises-cibles comme par exemple l'enregistrement du véhicule dans une juridiction *off-shore* ou bien les stratégies de diversification du portefeuille. Toutefois, le processus de création de valeur est principalement localisé au niveau de l'entreprise-cible. Celle-ci constitue en quelque sorte la substance, ou la matière première, à partir de laquelle les gestionnaires en partenariat avec ses dirigeants produisent une plus-value. Par conséquent, nous ne reviendrons pas sur le processus de sélection de l'entreprise, qui participe aussi à la création d'une valeur mais que nous avons étudié au chapitre IV, mais sur les transformations concrètes impulsées dans l'entreprise.

Les gestionnaires de notre panel s'engagent dans trois chantiers, complémentaires les uns des autres, afin de créer de la valeur : l'évaluation des entreprises, la croissance des entreprises et enfin la rationalisation des entreprises. La création de valeur se matérialise enfin lors de la revente par le gestionnaire des parts de l'entreprise à une tiers-partie. A travers ces différentes étapes apparaît la « boîte à outil » du *private equity* et un « modèle de valorisation » (Laferté 2006) des entreprises-cibles.

### 1. Evaluer les entreprises pour mieux les valoriser

Dans le cadre du « tournant cognitif » des sciences sociales nous assistons à une critique des approches essentialistes de la valeur et à une prolifération de travaux qui étudient la valeur comme un construit social<sup>1</sup>. Plusieurs pistes de recherche se sont alors développées autour de cet objet singulier. Premièrement l'économie des conventions a placé au cœur de son analyse la question du processus de « qualification » au cours duquel les choses et les personnes se voient assignées une valeur en amont de l'entrée sur le marché (Vatin 2013). Dans ce cadre d'analyse, l'évaluation précède le processus de valorisation sur les marchés. Par la suite, des auteurs de la « nouvelle » sociologie économique ont

---

<sup>1</sup> Nous pouvons par exemple mentionner la revue « Valuation studies » dont le premier numéro est paru en 2013 (Helgesson et Muniesa 2013).

analysé les pratiques concrètes d'évaluation<sup>2</sup>. Dans ces travaux, l'analyse porte sur les dispositifs d'évaluation mobilisés par les acteurs (Garcia et Montagne 2011), les professionnels de l'évaluation (Boussard 2013) ou le champ de l'évaluation comme champ de lutte pour l'imposition des « critères de performance » (Garcia et Montagne 2011). Les sociologies de la gestion et des outils de gestion se sont attachées à « ouvrir la boîte noire » des instruments comptables afin de saisir les normes sociales et culturelles qu'ils cristallisent ainsi que les rapports de domination qu'ils formalisent d'une part, les contraintes et les ressources qu'ils représentent pour les acteurs d'autre part (Chiapello et Gilbert 2013 ; Maugeri 2008). Plus récemment encore un courant d'étude issu de la sociologie des techniques et des sciences s'est saisi de l'analyse des « chaînes métrologiques » dans la production de la valeur. La constitution et la mesure d'une valeur économique se déroulent alors dans le cadre d'un processus de « valuation » entendu par Michel Callon comme

*« un processus qui qualifie des biens et qui, à chaque étape de ce processus, attribue à leurs qualités ainsi constituées une valeur monétaire rendant possible le calcul de prix relatifs »*  
(Callon 2013, 268).

Francois Vatin, quant à lui, a proposé un programme de recherche original qui vise à englober dans un même cadre d'analyse le travail d'évaluation et le travail de valorisation (Vatin 2009). Partant d'une critique à la fois du marxisme, de la sociologie économique et de l'économie des conventions, l'auteur conteste la séparation entre les espaces de la production et les espaces de l'échange, autrement dit entre le travail d'évaluation et le travail de valorisation :

*« Saisir le processus de création de valeur sur le marché, mais aussi en amont du marché via les opérations pratiques par lesquelles les biens et les services sont mesurés, évalués, élaborés techniquement et économiquement par les organisations productrices qui édictent des normes de gestion, mais aussi par les agents qui ont la charge de les mettre en œuvre, et ne peuvent le faire qu'en les contournant, les reformulant, les combinant avec leurs propres axiologies »*  
(Vatin 2009, 31).

Nous souhaitons également analyser les imbrications entre le travail d'évaluation et le travail de valorisation et plus particulièrement la contribution des outils d'évaluation au travail de production d'une plus-value.

Nous avons abordé dans les chapitres précédents la question des normes d'évaluation en vigueur premièrement sur les marchés du *private equity* qui permettent aux investisseurs-consommateurs d'opérer des opérations de « commensuration » (chapitre IV); deuxièmement, nous avons étudié les

---

<sup>2</sup> Plutôt qu'une critique du principe de l'évaluation, ces auteures analysent les dispositifs en situation : « *Les pratiques d'évaluation doivent être analysées en référence aux situations réelles dans lesquelles elles sont mises en œuvre. Selon les cas, elles peuvent aussi bien constituer un dispositif de contrôle et de mise en concurrence des individus au travail qu'un outil de connaissance de la réalité sociale et des effets des politiques publiques ou des pratiques professionnelles* » en références aux situations réelles dans lesquelles elles sont mises en œuvre » (Garcia et Montagne 2011, 6).

normes d'évaluation, notamment comptables, diffusées au sein des filières agro-financières à l'initiative du gestionnaire, lesquelles disciplinent les acteurs et leurs permettent d'interagir (chapitre V). Dans ce chapitre, nous souhaitons analyser l'apport des outils d'évaluation au travail de création de valeur mené par les gestionnaires. En effet, dans nos études de cas les gestionnaires importent dans les entreprises-cibles des outils d'évaluation originaux qui participent directement à créer et rendre visible le processus de création de valeur. Deux instruments jouent un rôle décisif dans la création de valeur : la méthode d'actualisation des flux de trésorerie et les outils d'évaluation des impacts environnementaux et sociaux.

### **1.1. Diffuser la méthode d'évaluation d'actualisation des flux de trésorerie**

Au sein du secteur agricole sud-africain, la norme de référence en matière d'évaluation des exploitations est la méthode dite des ventes comparables. Cette méthode d'évaluation donne une valeur particulière à une exploitation agricole en fonction d'un prix moyen à l'hectare calculé par rapport à des transactions jugées « similaires » que ce soit en termes de localisation ou de type de culture. Cette méthode est reconnue et acceptée par les agriculteurs et par leurs principaux partenaires financiers, à commencer par les banques commerciales<sup>3</sup>. La conduite des évaluations des exploitations agricoles est assurée par un corps d'évaluateurs indépendants spécialisés lesquels sont regroupés au sein de deux associations qui monopolisent cette fonction : la *South African Institute of Valuers* et la *South African Council for the Property Valuers Profession*. Ce groupe d'évaluateurs dispose de toute une infrastructure de marché qui rend possible leur travail à commencer par la mise en accès libre des données relatives aux transactions foncières par une administration publique sous l'autorité du département du développement rural, le Bureau National des Contrats - *registrar of deeds*.

Le fonds CroissanceFutureAgri Fund I détient quatre exploitations agricoles en Afrique du sud sur lesquelles le gestionnaire fait réaliser des évaluations indépendantes chaque année. En novembre 2013, le gestionnaire a fait part de ses doutes au sein du comité d'investissement quant à la pertinence d'une évaluation par les ventes comparables et, dans la foulée, le fonds s'est doté d'un comité d'évaluation pour favoriser les discussions entre gestionnaires et investisseurs autour de cet enjeu<sup>4</sup>. Les critiques formulées par le gestionnaire portaient sur la pertinence et la faisabilité d'une comparaison entre exploitations comme principe cardinal de l'évaluation. Premièrement comme le fonds a été assez actif sur le marché des exploitations agricoles sud-africaines, les gestionnaires ont réalisé que leurs anciennes transactions servaient parfois de référence pour l'évaluation des plus récentes. Deuxièmement, ils se sont posés la question de la comparabilité de deux fermes qui présentent pourtant des profils de risques différents, y compris lorsqu'elles sont situées dans la même zone et

---

<sup>3</sup> Ces dernières sont particulièrement intéressées à cet enjeu de l'évaluation des exploitations agricoles car les produits financiers octroyés aux agriculteurs sont garantis par les exploitations.

<sup>4</sup> Celui-ci, bien qu'ayant une existence institutionnelle propre, était composé uniquement des membres du comité d'investissement.

dédiées à une même culture<sup>5</sup>. Troisièmement, la méthode des ventes comparables ne prend pas en compte le potentiel productif inégal d'une exploitation à l'autre et l'évolution des flux de trésorerie dans le temps. C'est la critique que formule l'un des chargés d'investissement de la société FUU dans l'extrait d'entretien ci-dessous :

*« AD : Quelle confiance as-tu dans l'évaluation externe des exploitations agricoles ?*

*TR : Nous on discute beaucoup l'évaluation. D'un évaluateur à l'autre c'est complètement différent. Par exemple on va voir une ferme, qui fait du raisin, il va dire dans cette région...dans une ferme qui est à 20 km, tu as...le block équivalent, la même variété, a été vendue à 50 000 rands par hectare. Donc je considère que cette ferme ci vaut aussi 50 000 à l'hectare. Je suis d'accord mais pas forcément, est-ce qu'il est allé voir quelle est la productivité du block en question. Est-ce qu'il est allé voir si la qualité de l'eau ou si la qualité des infrastructures est la même. Ces choses-là ne sont pas forcément comprises...Aucune ferme n'est la même, aucune ferme ne se ressemble. Donc ça, il n'en tient pas compte. Mais tous ces facteurs-là dont je te parle...Par exemple combien de profit tu peux retirer de cette propriété là, ça il ne le prend pas en compte, donc c'est une valeur statique. Ça on en discute, et c'est la raison pour laquelle on veut introduire une partie DCF. Mais lui il n'a pas accès à ça, c'est ça le problème. Il n'a pas accès à ces informations là, ça fait pas partie de son mandat. On lui demande de visiter la ferme et OK, le jour J, il a visité la ferme et tu regardes la ferme, qu'est-ce que tu vois et combien tu évalues ? Nous on veut plus de détails, on regarde plus, on regarde la ferme...économique...qui produit quelque chose »<sup>6</sup>.*

Ainsi, la méthode d'évaluation par la méthode des ventes comparables est jugée trop statique en particulier parce qu'elle néglige la dimension temporelle. Un point qui a cristallisé la critique du gestionnaire concerne alors l'impossibilité de prendre en compte la maturité et la productivité des différentes variétés d'arbres fruitiers et donc les bénéfices des programmes de replantation des arbres<sup>7</sup>. L'enjeu principal pour la société de gestion FUU était de mettre en lumière les impacts des programmes de modernisation de l'exploitation et d'expansion des cultures entrepris sur la valeur des exploitations agricoles afin de rendre visible sa capacité à créer de la valeur. La méthode des flux actualisés de trésorerie (DCF) permet une telle évolution dans le temps. A l'inverse la méthode des

---

<sup>5</sup> « Par-dessus tout, ces fermes qui sont souvent présentées comme « comparables » ne le sont pas à cause d'une pluralité de facteurs qui induisent d'importantes différences en termes de revenus mais aussi des différences en terme de profil de risques » (FUU 2013, 12).

<sup>6</sup> Entretien TR, chargé d'investissement, FUU, Le Cap, 23 mars 2015.

<sup>7</sup> « Les évaluateurs indépendants n'ont pas été capables d'utiliser la méthode des flux de trésorerie pour estimer la valeur des exploitations agricoles. Ceci a des conséquences sur la pertinence des évaluations indépendantes du fonds. Ne pas prendre en compte la capacité des exploitations à générer des flux de revenus dans le futur se traduit par une sous-évaluation de la valeur des nouveaux plans et une surévaluation des exploitations avec une forte proportion de cultures vieillissantes. La principale raison est le fait que les jeunes plants 1) ont une plus longue vie productive ; 2) sont plus adaptés aux demandes actuelles du marché ; 3) ont des rendements plus importants et des coûts de production plus faibles » (FUU, 2013, 7).

ventes comparables reflète la « valeur biologique de l'exploitation » d'une part et les fluctuations du marché du foncier agricole d'autre part comme le résume à sa façon un évaluateur indépendant :

*« Comme évaluateur indépendant, je veux seulement savoir qu'est-ce qu'un acheteur consentant est prêt à payer à un vendeur consentant. Ce que l'acheteur fait avec l'exploitation agricole c'est son business. En fait on dit que l'on évalue le cheval, pas le jockey »*<sup>8</sup>.

Pour remédier à cette situation et prendre en considération les « performances du jockey », le gestionnaire du fonds a mandaté une entreprise d'intelligence économique spécialisée dans l'agriculture, la compagnie sud-africaine Our Source, afin de tester et de développer une procédure d'évaluation DCF sur leurs exploitations. A travers cet exemple et les débats autour de la méthode à employer pour évaluer les exploitations agricoles, nous voyons les tentatives d'un gestionnaire de fonds pour importer un cadre méthodologique qui participe à la création de valeur. Par ailleurs la méthode d'évaluation DCF participe à la légitimation du gestionnaire et alimente la croyance dans sa capacité à créer de la valeur. En contestant le cadre d'évaluation dominant, les gestionnaires de fonds contestent, à la marge, le monopole des banques commerciales et des évaluateurs indépendants à dire la juste valeur des exploitations agricoles sud-africaines. Toutefois l'évaluation par les ventes comparables reste la norme dans l'industrie et ne peut donc pas être abandonnée unilatéralement par la société de gestion FUU, d'autant que la réalisation d'une plus-value dépend de sa capacité future à revendre les exploitations à une partie-tiers. La transition vers la méthode DCF implique donc de « rééduquer l'industrie »<sup>9</sup> en encourageant par exemple l'émergence d'un groupe d'évaluateurs professionnels qui mobilise et promeut la méthode DCF, et remet ainsi en cause le monopole de la méthode des ventes comparables comme unique « *dispositif légitime de mesure de la valeur* » (Boussard 2013, 16).

La méthode d'évaluation DCF est donc tout à la fois un dispositif d'intermédiation marchand qui permet l'appariement entre une offre et une demande, un instrument de gestion qui délimite un champ du possible pour les acteurs et enfin un instrument de création de valeur. Cependant l'importation de tels outils dans le secteur agricole revêt un caractère aléatoire, marqué par les tâtonnements et les retours en arrière, en particulier à cause de la méconnaissance de l'agriculture par l'industrie du *private equity* (Williams 2014). L'exemple décrit dans le chapitre précédent de l'abandon de l'élevage bovin par le gestionnaire russellwater face à l'impossibilité d'appliquer à cette activité une évaluation DCF illustre le caractère incertain de l'importation.

## **1.2. Mesurer la rentabilité environnementale et sociale**

L'outil d'évaluation DCF participe donc directement à la création de valeur au niveau de l'entreprise-cible ; en parallèle, nous observons sur le terrain une prolifération des instruments d'évaluation

---

<sup>8</sup> Entretien par mail AC, évaluateur indépendant, 3 août 2014.

<sup>9</sup> Entretien informel TR, chargé d'investissement, FUU, Le Cap, 30 avril 2014.

environnementaux et sociaux. Comme le remarque Eve Chiapello, le « retour social » tend à s'imposer comme le troisième critère d'évaluation pour les investisseurs aux côtés du retour et du risque (Chiapello 2014). Une telle évolution est particulièrement visible dans le cadre de notre panel en raison de la présence importante des institutions financières de développement (IFD) qui jouent le rôle de passeur de normes en la matière. Le rapport annuel de la société de gestion FUU adressé aux investisseurs souligne l'importance du retour social dans la rentabilité globale des investissements :

*« Les retours sociaux sont une composante centrale de la performance du fonds. Les améliorations de la santé des travailleurs, de l'hébergement et de l'hygiène, la création d'emplois et le transfert de compétences garantissent que la qualité de l'exploitation agricole sera maintenue. Ces éléments contribuent à la durabilité des opérations sur le long terme et aux renforcements des capacités des communautés environnantes. Ces facteurs ajoutent une valeur significative à l'exploitation agricole et devraient générer des retours positifs en fin de vie du fonds » (FUU 2013, 11).*

L'essor des évaluations environnementales et sociales s'appuie sur une corrélation entre le volume de capitaux investis au sein d'une entreprise-cible et les « performances » environnementales et sociales de celle-ci. Les outils d'évaluation environnementaux et sociaux permettent alors d'optimiser l'allocation des capitaux en fonction de la rentabilité environnementale et sociale produite par un projet d'investissement particulier. Le nombre d'emplois créés et maintenus, par exemple, s'impose comme un indicateur de référence de la valeur sociale scruté par les investisseurs. Cette approche par la rentabilité environnementale et sociale traduit un retournement de perspective important par rapport aux principes de la « Responsabilité Sociale des Entreprises » (RSE). En effet, il ne s'agit plus, pour les dirigeants d'entreprise et les gestionnaires de fonds, de se prémunir contre les risques sociaux particuliers mais plutôt de générer une plus-value sociale ; le risque est converti en opportunité.

Dans le cadre de nos études de cas nous avons pu observer plusieurs instruments développés afin de mesurer la valeur environnementale et sociale d'un projet. Le principal d'entre eux est le *Global Impact Investing Rating System* (GIIRS) développé par le *Global Impact Investment Network* (GIIN) (voir encadré 5.1). Ce réseau regroupant investisseurs institutionnels, sociétés de gestion d'actifs et prestataires de service financier s'est engagé dans la promotion de « l'investissement d'impact » - *impact investment*- comme classe d'actifs à part entière, laquelle se caractérise par la cohabitation d'une double rentabilité, à la fois financière et sociale.

Encadré 5.1 : Les activités du *Global Impact Investment Network*

Le réseau GIIN a été créé en 2007 à l'initiative de la fondation Rockefeller et autour d'un groupe de promoteurs-investisseurs initiaux qui comprend JP Morgan ou l'institution financière de développement américaine l'OPIC. Aujourd'hui le réseau GIIN réunit environ 150 membres – investisseurs<sup>10</sup>, gestionnaires et consultants-. Ce réseau est à l'origine de la création d'une organisation à but non lucratif, basée à New York, financée grâce aux cotisations de ses membres mais aussi par des contributions financières d'institutions de développement (DFID, USAID)<sup>11</sup>. Cette organisation met en place des sessions de formations et produit une littérature grise de référence sur cette classe d'actifs émergente. Ainsi, chaque année l'organisation publie l'étude « *Spotlight in the market. The impact investor survey* » laquelle dresse un panorama de l'industrie financière de l'investissement d'impact à partir de sondages et d'enquêtes d'opinion auprès des acteurs les plus actifs.

Le GIIN propose une large gamme d'indicateurs chiffrés de performance –*Impact Reporting and Investment Standards (IRIS)*– « généralistes » mais aussi spécifiques à chaque secteur d'activité dont l'agriculture<sup>12</sup>:

- « *Nombre de petits producteurs qui vendent leurs produits à l'organisation au cours de la période;*
- *Valeur des paiements effectués aux petits producteurs ;*
- *Volume de pesticides très dangereux utilisé sur les exploitations directement contrôlées par l'organisation ;*
- *Superficie des terres, en hectares, indirectement contrôlées par l'organisation ;*
- *Montant des produits ou des services exportés par l'organisation ;*
- *Unité/volume acheté à des individus appartenant à une minorité ou à des groupes marginaux qui ont vendu leurs produits à l'organisation »*<sup>13</sup>.

A partir de la liste des indicateurs IRIS, les gestionnaires de fonds sélectionnent ceux qu'ils jugent les plus pertinents pour chacune de leurs entreprises-cibles et construisent ainsi leur propre matrice d'évaluation. Ci-dessous, nous pouvons voir par exemple la matrice construite par le gestionnaire FUU pour ses trois exploitations agricoles :

<sup>10</sup> En particulier des fondations, des institutions financières de développement et des groupes bancaires.

2. <sup>11</sup> Fondation Rockefeller, « *Global Impact Investing Network Receives GBP 10.5 Million Commitment from UK's Department for International Development* », 7 décembre 2012.

<sup>12</sup> Le secteur agricole, tout particulièrement en Afrique sub-saharienne, occupe une place prépondérante au sein du GIIN et plus généralement pour la communauté des « investisseurs en impact » en vertu de son supposé potentiel multiplicateur. Les investissements dans l'agriculture généreraient davantage d'impacts positifs que dans n'importe quel autre secteur. Dès sa création le GIIN a ainsi lancé un groupe de travail spécifique dédié à la question de l'agriculture en Afrique, le « *Sustainable agriculture in Sub-Saharan agriculture working group* ».

<sup>13</sup> Base de données en ligne IRIS (<https://iris.thegiin.org/metrics>), consultée le 16 avril 2016.

Tableau 5.1 : La matrice d'impact du fonds CroissanceFutureAgri Fund I (FUU 2014, 9)

		Marble Hall	Northern Cape Grape Farms	Piketberg	Eshowe	Total
Permanent employees* (workers with contracts longer than 1 year)	At take-on:	25	94	102	83	304
	At December 2015:	57	71	124	86	338
Seasonal workers*, depending on season	Currently, up to:	450	950	520	440	2360
Projected new jobs (permanent & seasonal), due to expansion	Projected new jobs:	300	465	100	212	1077
Employees with access to pre-paid primary healthcare	At take-on:	0	0	0	0	0
	At December 2015:	61	0	80	98	239
Employees with access to HIV/AIDS services	At take-on:	0	0	0	0	0
	At December 2015:	61	71	80	98	310
Employees receiving adult education	At take-on:	0	0	0	9	9
	At December 2015:	32	27	15	8	82
Employees receiving management training	At take-on:	0	0	0	0	0
	At December 2015:	4	19	3	3	29

Le GIIN a développé une plateforme numérique, accessible aux investisseurs, laquelle répertorie les performances environnementales et sociales des différents fonds et firmes d'investissement. Celle-ci a été conçue sur le modèle de la plateforme d'intelligence financière Prequin qui recense et évalue les fonds et les firmes de *private equity*. Plus généralement, les promoteurs de l'investissement d'impact se sont largement inspirés des expériences réussies de promotion de classe d'actifs comme le *private equity* dont l'essor repose en partie sur une métrologie et des infrastructures de marché originales (Barman 2015). Selon Emily Barman, les promoteurs du GIIRS ont cherché à mobiliser les capitaux d'une diversité de groupes d'investisseurs : fondations philanthropiques, institutions financières de développement, investisseurs institutionnels dominants (Barman 2015). Par conséquent ils ont développé un outil d'évaluation flexible qui puisse concilier les pratiques et les objectifs de cette diversité d'acteurs. Une chargée de recherche de l'organisation GIIN détaille dans l'extrait ci-dessous les trois caractéristiques très génériques d'un investissement d'impact :

« AD : Comment est-ce que vous délimitez les investissements d'impact ?

HS : Un des aspects c'est l'intentionnalité, donc tu dois avoir l'intention de créer des impacts sociaux et environnementaux. Et il faut qu'il y ait aussi un retour financier. Donc ça veut dire que les subventions ne sont pas incluses parce qu'il n'y a pas de retour avec ça. On considère aussi que l'évaluation des impacts est un facteur central. D'une manière ou d'une autre garder une trace....Il s'agit vraiment de gérer le volet des impacts comme on gère le volet



*financier. Après ce qu'on a l'habitude de dire c'est que GIIN est une grande tente, les investissements d'impact sont une grande tente, et il y a plusieurs tables sous celle-ci »<sup>14</sup>.*

L'outil d'évaluation est un système non contraignant qui repose sur la libre adhésion des membres et sur leur autoévaluation. Par ailleurs, les performances environnementales et sociales sont évaluées en parallèle des performances financières et sous une forme non-monétaire comme nous avons pu le constater dans la matrice du CroissanceFutureAgri Fund I. En parallèle des indicateurs IRIS et de la plateforme GIIRS, certains gestionnaires développent leurs propres indicateurs et outils d'évaluation. C'est par exemple le cas de la société de gestion Mafissa qui cherche à promouvoir le concept de « *development equities* » que les gestionnaires synthétisent sous une formule particulière :

*« Development equities = Bénéfice après impôts multiplié par un multiple (x) plus les impacts (i) au carré » (Mafissa 2014, 7).*

Si cette formule n'a pas de déclinaison pratique, elle illustre cependant la volonté du gestionnaire de rapprocher les retours financiers des retours sociaux.

Les outils développés par le GIIN mettent en lumière la production d'une valeur environnementale et sociale par le binôme gestionnaire-dirigeant, mais celle-ci ne se confond pas avec la valeur financière de l'entreprise-cible. Pourtant, plusieurs gestionnaires de notre panel tentent de développer des outils d'évaluation afin d'attribuer une valeur monétaire aux performances sociales et environnementales de leurs investissements<sup>15</sup>. C'est par exemple le cas de la société FUU qui m'a engagé au printemps 2014 dans le cadre d'un stage de courte durée afin de réfléchir et de développer une méthode d'évaluation qui permettrait de mesurer l'impact de leurs programmes sociaux sur la valeur de leurs fermes. Dans un des mails préliminaires, le partenaire senior de la société m'a exposé en ces termes leur projet de recherche :

*« Bonjour Antoine, nous avons discuté et on pourrait envisager quelque chose comme une recherche sur les dépenses que nous faisons sur nos exploitations agricoles (hébergement, couverture médicale, éducation, etc.) et leur impact sur la valeur des exploitations. En ce moment, les 0,5% dépensés en programmes (environnementaux et sociaux) ne sont pas pris en compte. L'évaluateur indépendant fait la différence lors de ces évaluations entre des exploitations similaires où l'un a de bonnes relations avec les travailleurs tandis que l'autre*

---

<sup>14</sup> Entretien téléphonique HS, chargée de recherche, GIIN, 20 mars 2015.

<sup>15</sup> Ce type d'initiative n'est pas propre à l'agriculture. En effet, l'IFC a développé un outil baptisé « instrument d'évaluation financière pour les investissements durables » -*Financial valuation tool for sustainable investments*. Celui-ci est un logiciel d'analyse aléatoire qui calcule la fréquence et l'intensité d'un événement sur un flux de revenus futurs. L'objectif est d'évaluer dans quelle mesure la mise en œuvre préalable de normes ou de programmes environnementaux et sociaux atténue les impacts négatifs liés à un événement particulier (ex. grève, catastrophe climatique, etc.).

*se trouve dans une situation moche. Est-ce qu'il y a un moyen de réfléchir à une méthode pour aborder ces questions »<sup>16</sup>.*

L'ambition du projet était donc de convertir la valeur sociale en valeur financière au lieu de « juxtaposer » les deux « régimes de valeur » au sein du marché comme le permet le GIIRS (Barman 2015). Cet exemple est intéressant puisqu'il illustre le potentiel d'innovation des gestionnaires d'une part et leur capacité à mobiliser des acteurs extérieurs dans le cadre du travail de production de valeur d'autre part. Dans ce cas la société FUU a eu recours à un doctorant en sciences sociales pour développer des instruments créateurs de valeur. Ailleurs, les gestionnaires ont recours aux services de prestataires de services ou d'évaluateurs indépendants pour mettre en lumière la valeur sociale. La compagnie sud-africaine EBS, par exemple, s'est spécialisée dans les audits et la consultance environnementale et sociale. Ainsi outre sa participation aux *due diligences*, les chargés de projet de l'entreprise contribuent activement au cours de la durée de vie du fonds à produire de la valeur pour le compte de leurs clients gestionnaires :

*« JW : On a aussi travaillé avec un fonds de microfinance qui avait investi un peu partout en Afrique mais qui à la fin de sa durée de vie s'est retrouvé en déficit financier. Nous sommes allés sur les sites de leurs entreprises pour conduire des entretiens avec les dirigeants et les employés afin d'illustrer les impacts sociaux positifs au-delà des seules pertes financières »<sup>17</sup>.*

Cet extrait d'entretien illustre l'existence de deux niveaux de valeur, lesquelles se complètent plutôt qu'elles ne s'excluent mutuellement. Dans ce cas précis, la valeur sociale des investissements compense leur moindre rentabilité financière. De la même manière que l'instrument d'évaluation DCF, les outils d'évaluation environnementaux et sociaux participent donc au processus de création, ou plutôt de « visibilisation », de la valeur, et donc à la production d'un actif financier (Chiapello 2014).

Là encore, l'importation d'un tel mécanisme « global » est incertaine et les gestionnaires sud-africains jouent un rôle prépondérant dans l'adaptation et l'hybridation des outils. Enfin, comme la méthode DCF, les outils d'évaluation environnementaux et sociaux comme les indicateurs de l'IRIS, par exemple, véhiculent une conception particulière de l'entreprise comme un vecteur de valorisation du capital.

## 2. Stimuler la croissance des entreprises

Aux côtés des instruments d'évaluation décrits plus haut, la production d'une plus-value à partir de l'entreprise-cible repose sur des outils de valorisation. Nous distinguons pour l'analyse deux ensembles d'outils de valorisation des entreprises-cibles : les outils de croissance et les outils de rationalisation. Le recours par les gestionnaires de notre panel à ce double répertoire d'action que l'on

<sup>16</sup> Mail DV, partenaire senior, FUU, 14 mars 2014.

<sup>17</sup> Entretien JW, consultante spécialisée dans l'agriculture, EBS, Johannesburg, 18 juillet 2014.

peut associer respectivement à l'industrie du *venture capital* et du *private equity* dans les pays du Nord illustre le processus dynamique d'importation et d'hybridation entrepris par ce groupe d'acteurs sud-africains. Ainsi la croissance des entreprises est une dimension importante du *private equity* « africain » comme l'affirme le directeur de la division *private equity* à la Banque Européenne d'Investissement :

« JP : Le *private equity* n'a pas bonne presse, mais il ne s'est pas développé en Afrique comme il s'est développé en Europe. En Occident il repose uniquement sur le principe de l'effet levier financier. Mais en Afrique il n'y a pas de fonds bancaire disponible, du coup l'accent est mis sur la création de valeur et l'expansion de l'entreprise... Le *private equity* en Afrique c'est ce que le *private equity* devrait être, c'est du financement de la croissance plutôt que de l'effet levier financier »<sup>18</sup>.

Dans un premier temps, nous nous intéresserons aux stratégies de croissance des entreprises mises en œuvre au sein de notre panel puis aux outils de croissance mobilisés par les gestionnaires. Ensuite nous nous interrogerons sur le modèle de croissance propre aux filières agro-financières du *private equity* à la fois pour l'entreprise, pour ses différentes parties-prenantes et pour les territoires dans lesquels les entreprises sont insérées.

## **2.1. Les horizons de la croissance**

Comme nous l'avons montré dans le chapitre III, les *due diligences* permettent d'identifier les entreprises qui disposent d'un important potentiel de croissance. Les acteurs des filières s'assignent alors comme objectif de combler l'écart de rendement entre les résultats de l'entreprise et leurs projections. Si la croissance des entreprises-cibles est donc un objectif partagé par toutes les filières agro-financières de notre panel, les chemins de cette croissance sont pluriels. Il apparaît toutefois trois voies privilégiées qui ne sont pas exclusives les unes par rapport aux autres : la conquête de nouveaux marchés, l'intégration des filières agroalimentaires et enfin la modernisation et le développement des infrastructures et des équipements.

### **2.1.1. La conquête de nouveaux marchés**

Souvent la croissance de l'entreprise est pensée en termes de conquête de nouveaux marchés dans le pays d'origine, dans la région ou à l'exportation. Le binôme gestionnaire-dirigeant cherche à développer de nouveaux débouchés et à « capter de nouveaux publics » (Cochoy 2004). Pour cela les gestionnaires mettent en relation la gamme de produits de l'entreprise-cible avec une « nouvelle » demande. Dans le cas de l'entreprise Guanomad qui produit à Madagascar un engrais organique à base de guano, le gestionnaire du fonds AAF-SME a ainsi encouragé les dirigeants à commercialiser leur produit sur les marchés africains en complément de leur présence sur les marchés européens. Une

---

<sup>18</sup> Entretien téléphonique JP, directeur du département *private equity* hors Europe, Banque européenne d'investissement, 12 octobre 2013.

chargée d'investissement de la société Dalvabank Agri revient sur le cas de l'entreprise nigériane Topcrust Bakery, ou les gestionnaires cherchent à développer la marque de l'entreprise:

*« AD : Quelle est votre valeur ajoutée dans les entreprises du portefeuille ?*

*KG : (...) Dans notre boulangerie au Nigéria, on les a aidé à définir une stratégie commerciale, parce qu'ils étaient trop localisés. Le Nigéria est un grand pays avec beaucoup de potentiel. Ils font du pain, on les aide à penser au-delà de la porte de leur usine : comment est-ce qu'ils vendent leur pain ? Comment est-ce qu'ils pourraient développer leur marque un peu plus, parce que...leur marque n'a pas de valeur. Donc on les aide à penser à ces choses : comment est-ce que tu améliores la distribution de manière à supporter la valeur qui est créée ? »<sup>19</sup>.*

La conquête de nouveaux marchés prend aussi la forme d'un processus de « qualification-requalification » des biens et des services produits par l'entreprise-cible (Rabeharisoa, Meadel, et Callon 2000). A travers le processus de qualification, il s'agit d'attacher des qualités au produit afin de le positionner sur un marché particulier à travers par exemple l'adoption de standards et de normes de production. Les gestionnaires des fonds CroissanceFutureAgri Fund I et Granary Investments par exemple ont contraint les managers des exploitations agricoles de leur portefeuille à adopter les normes GlobalGAP. Les normes GlobalGAP encadrent la production des produits agricoles « *from farm to fork* » aux niveaux sanitaire, phytosanitaire et environnemental. Elles ont été développées à la fin des années 1990 par la grande distribution organisée européenne et se sont imposées aujourd'hui comme les normes de référence en matière de contrôle des produits agricoles (Ouma 2010). L'adoption des normes GlobalGAP ouvre les portes des marchés européens et américains aux produits agricoles sud-africains.

Plus généralement, les gestionnaires jouent le rôle d'intermédiaire de marché (Bessy et Chauvin 2013) en favorisant la mise en adéquation entre une offre et une demande. Ce travail nécessite une connaissance poussée des différents marchés et de leurs barrières à l'entrée. La société de gestion FUU par exemple expose dans son rapport annuel de 2013 sa capacité à identifier de nouveaux débouchés pour les fruits produits par les exploitations de son portefeuille :

*« La commercialisation des fruits ça n'est plus charger un bateau d'oranges et le décharger dans un port. La containerisation, entre autres choses, a conduit à une sophistication des exigences de l'utilisateur final. Les acheteurs de fruits veulent savoir d'où ils viennent, qui les a produits, comment est-ce qu'ils ont été produits, etc. Des initiatives comme GLOBAL G.A.P. sont souvent des manifestations de ce phénomène. Les producteurs doivent envoyer des types spécifiques de fruits sur des marchés spécifiques afin d'obtenir le meilleur prix. En Chine par exemple, les oranges sont utilisées pour des cérémonies, et aussi comme le symbole d'un statut*

---

<sup>19</sup> Entretien téléphonique KG, chargée d'investissement 1, Dalvabank Agri, 3 mars 2015

*signifiant la richesse et l'abondance. Les oranges requises sur ces marchés doivent être petites, belles, avec la peau lisse et une belle couleur orange. Donc les oranges Valencia locales ont un avantage sur ce marché par rapport aux oranges californiennes, qui ont tendance à avoir des tons plus ternes. Le goût n'a pas d'importance puisque le fruit n'est pas mangé. Les clients chinois sont prêts à payer davantage pour ce fruit. Toutefois c'est important de ne pas inonder le marché pour ne pas faire baisser les prix. Les clients au Moyen-Orient, à l'inverse, veulent des oranges grosses et sucrées, de n'importe quelle forme, couleur ou texture, puisque 95% des fruits sont pressés » (FUU 2013, 16).*

Les gestionnaires se distinguent donc par leur capacité à conquérir de nouveaux marchés à l'échelle internationale et à sortir des circuits commerciaux « traditionnels », entre l'Afrique du sud et l'Europe par exemple. Les gestionnaires rapprochent considérablement le processus de production dans les entreprises-cibles et les demandes sur les marchés afin de répondre au mieux aux évolutions de celles-ci. Enfin, si le binôme gestionnaire-dirigeant cible de nouveaux marchés internationaux notamment à travers l'adoption de normes et de standards de production, cette stratégie d'expansion trouve aussi des déclinaisons locales. En Afrique du sud par exemple, l'obtention par une entreprise d'une accréditation *Black Economic Empowerment* ouvre de nouveaux débouchés commerciaux<sup>20</sup>. AM par exemple a construit son projet de rachat de l'entreprise Afgri autour de ce levier de croissance spécifiquement sud-africain :

*« AM : En ce qui concerne les opérations avicoles par exemple, en tant qu'entrepreneur noir, j'aurais eu accès à de nouveaux contrats, avec KFC par exemple qui recherche ce type de partenaire. Mais c'est quelque chose que les américains n'ont pas compris, parce que dégager de la valeur en Afrique du sud c'est un jeu différent »<sup>21</sup>.*

Les instruments pour la croissance des entreprises sont donc ancrés dans un tissu économique et politique au niveau national ; autrement dit le travail des gestionnaires pour la croissance des entreprises-cibles ne se limite pas à leur internationalisation.

### **2.1.2. Développement et intégration des filières agroalimentaires**

Outre la conquête de nouveaux marchés, les stratégies de croissance mises en œuvre visent souvent à développer les filières agroalimentaires en amont ou en aval de l'entreprise-cible. L'intégration verticale constitue alors un instrument de création de valeur pour le binôme gestionnaire-dirigeant:

*« KG: Nous préférons aussi les entreprises qui font de la transformation plutôt que les entreprises qui font juste... juste le produit. Parce que nous croyons dans cette valeur ajoutée qui te donne une plus grande marge, pas seulement pour nous mais aussi pour le business.*

---

<sup>20</sup> Parmi les critères retenus par l'évaluation BEE on compte les échanges commerciaux avec des partenaires BEE (République d'Afrique du sud, Broad-Based Black Economic Empowerment Act, 2003).

<sup>21</sup> Entretien AM, conseiller économique, AFASA, Pretoria, 27 mai 2014.

*Pour n'importe quel business, ça aide à être un peu plus durable. Nous essayons d'encourager les entreprises à aller vers la transformation lorsque c'est possible »<sup>22</sup>.*

La stratégie de l'intégration verticale tendrait donc vers une captation des marges financières plus importantes en aval de la production. Cette stratégie est particulièrement courante en Afrique subsaharienne où les entreprises agricoles sont souvent éloignées des acheteurs potentiels et des marchés, lesquels sont par ailleurs volatiles et faiblement structurés, d'où l'intérêt d'assurer des débouchés internes et de proximité aux produits agricoles périssables. C'est par exemple le cas de la société de gestion Cédre qui, après le rachat de l'exploitation agricole de céréales zambienne Faucon en 2012, a soutenu le rachat et la fusion en 2013 avec le Mpongwe Mill, une usine de minoterie et de transformation agroalimentaire qui commercialise ses produits sous ses propres marques<sup>23</sup>. Mais la propriété n'est pas le seul mécanisme d'intégration verticale et parfois le développement des filières agroalimentaires repose sur la contractualisation des échanges commerciaux. L'entreprise laitière sud-africaine Fairfield Dairy par exemple s'est engagée contractuellement avec les chaînes de grande distribution locales afin de garantir l'écoulement de sa production et ses marges financières sur le moyen terme.

La croissance par intégration verticale est parfois aussi mise en œuvre en direction de l'amont des filières agroalimentaires afin de sécuriser l'approvisionnement en produits agricoles de base des entreprises agroalimentaires par exemple. Les gestionnaires du fonds AAF ont ainsi initié dans l'entreprise avicole zambienne Golden Lay, la mise en place de contrats de partenariats annuels avec les petits producteurs locaux de soja, destiné à l'alimentation des poulets. Les entreprises Feronia et Goldtree, productrices d'huile de palme, rachètent, elles-aussi, la production des petits agriculteurs locaux pour faire tourner à plein régime leurs capacités productives.

L'intégration verticale, en amont comme en aval, constitue donc une stratégie privilégiée par les gestionnaires pour la croissance de leurs entreprises. La croissance externe de l'entreprise et la contractualisation des échanges commerciaux participent ainsi à la production de valeur. Cet instrument de croissance de l'entreprise semble spécifique à l'agriculture, plus particulièrement à l'agriculture en Afrique subsaharienne, et illustre encore une fois les capacités d'innovation et d'adaptation des gestionnaires du *private equity*.

### **2.1.3. Modernisation et développement des infrastructures de production**

Enfin, la modernisation et le développement des infrastructures constituent le troisième axe de croissance des entreprises que nous avons observées dans notre panel. L'objectif de cette

---

<sup>22</sup> Entretien téléphonique KG, chargée d'investissement 1, Dalvabank Agri, 3 mars 2015.

<sup>23</sup> « C'est un leader de la minoterie de maïs et de blé, avec des marques reconnues, actif en Zambie et en République Démocratique du Congo. Les opérations de production et de transformation en Zambie sont maintenant intégrées dans une plateforme verticale à partir de laquelle une croissance supplémentaire pourra être atteinte » (Cédre 2014, 9).

modernisation est toujours d'augmenter et de maximiser le potentiel productif de l'entreprise. Ainsi, les fonds Granary Investments et CroissanceFutureAgri Fund I dédiés à l'acquisition d'exploitations agricoles en Afrique du sud ont tous deux mis en place des programmes de modernisation sur leurs exploitations. Ces programmes sont directement à la charge du fonds ou de la firme d'investissement comme dans le cas du fonds CroissanceFutureAgri Fund I, ou un opérateur-locataire prend en charge la production agricole<sup>24</sup>. Pour ce dernier, 38% des capitaux regroupés au sein du fonds, soit 136 millions de rands, sont destinés à financer les programmes de modernisation et de développement de leurs quatre exploitations<sup>25</sup>.

Pour le CroissanceFutureAgri Fund I, la modernisation des exploitations agricoles prend des formes diverses (voir le tableau 5.2). Un des éléments transversal de la stratégie réside dans les programmes de plantation ou de replantation qui se traduisent par l'introduction de nouvelles variétés, soit plus productives, soit plus tardives ou plus précoces afin de conquérir de nouvelles parts de marchés. L'objectif affiché est d'étaler au maximum le « flux de produits » *-fruit flow-* afin de bénéficier d'un rapport de force commercial plus favorable aux producteurs. Tous les investissements convergent vers une hausse de la production<sup>26</sup> et de la productivité d'une part, une plus grande flexibilité des pratiques productives notamment par rapport aux marchés d'autre part.

Tableau 5.2 : Programmes de modernisation et de développement sur les exploitations agricoles du fonds CroissanceFutureAgri Fund I (FUU 2013 ; 2014)

---

<sup>24</sup> Les programmes de modernisation et de développement sont définis en accord entre le gestionnaire et l'opérateur afin de répondre aux besoins de ce dernier. En ce qui concerne leur financement, le gestionnaire assure le financement de l'opération au cours des premières années, par exemple pour des citronniers pendant trois ans. Puis à partir de la première récolte, les opérateurs prennent en charge progressivement les coûts de production jusqu'à la cinquième année lorsque les arbres fruitiers atteignent leur pleine capacité productive.

<sup>25</sup> Les montants investis dans ces projets sont proportionnels aux prix d'achat des exploitations de sorte que tous les capitaux investis par le fonds soient valorisés dans les mêmes proportions.

<sup>26</sup> Ainsi sur la ferme du Cap du nord, l'objectif affiché est passé de 5500 cartons exportés à 30 000 cartons (FUU 2013).

	<b>Exploitation agricole 1</b> <i>Province du Limpopo</i>	<b>Exploitation agricole 2</b> <i>Province du Cap Occidental</i>	<b>Exploitation agricole 3</b> <i>Province du Cap du nord</i>	<b>Exploitation agricole 4</b> <i>Province du Kwazulu Natal</i>
<b>Date d'acquisition</b>	Novembre 2010	Août 2011	Novembre 2011	Janvier 2014
<b>Cultures</b>	Citrons	Raisins (de table)	Pommes, poires, pêches, nectarines, cerises	Citrons et pamplemousses
<b>Aire de production (superficie totale de l'exploitation)</b>	714 ha (936 ha)	222 ha (1035 ha)	147 ha (3183 ha)	407 ha (714 ha)
<b>Prix d'achat (en rand courant)</b>	36, 5 millions	45, 3 millions	41, 1 millions	47 millions
<b>Opérateurs</b>	SAFE	SAFE	International Fruit	Afrifresh
<b>Marché</b>	55% en Afrique du sud, le reste vers le moyen orient et l'Asie	60% vers l'Europe et le Royaume-Uni et 23% en Afrique du sud	65% en Afrique du sud, 35% vers l'Europe et le Moyen-Orient	50% en Afrique du sud et 50% à l'exportation (Japon, Russie, Moyen-Orient)
<b>Programme d'expansion et de modernisation (en rand courant)</b>	58, 1 millions : Plantation sur 190 ha de nouvelles espèces Construction d'une usine de conditionnement Expansion des cultures sur 70 ha Modernisation du système d'irrigation	54 millions : Replantation de 44 ha de vigne Plantation de 93 nouveaux hectares Installation de filets de protection au-dessus des vignes Modernisation des infrastructures de conditionnement	4 millions : Plantation de 62 nouveaux hectares Modernisation de l'usine de conditionnement	Programme de conversion des cultures des citrons aux noix de macadamia sur 100ha Modernisation du système d'irrigation
<b>Nombre de travailleurs</b>	66 permanents 275 saisonniers	97 permanents 950 saisonniers	124 permanents 520 saisonniers	359 permanents 2360 saisonniers



Le gestionnaire du fonds Granary Investments quant à lui investit davantage dans des programmes de correction et d'enrichissement des sols, via le recours à des engrais chimiques, afin d'augmenter les rendements d'une part, mais aussi à plus long terme, d'adopter des modes de culture sans labour *-no-till-* plus économiques en matière d'engrais et de personnel:

*« russellwater a pris en charge la gestion du sol à partir de septembre 2011. L'une des premières choses que nous avons faites a été d'enquêter sur les raisons pour lesquelles certaines des exploitations ont été sous-performantes pendant des années, et quel programme de correction des sols pourrait être mis en œuvre pour corriger ça. Les prélèvements sur le sol ont alors révélé que plusieurs exploitations avaient un haut niveau de magnésium, lequel augmentait artificiellement le niveau du PH (...) Ceci (le programme de correction) est nécessaire afin de de réduire l'application d'engrais chimiques et pour garantir des pratiques agricoles durables. Il faut comprendre et apprécier que les programmes de correction des sols est un long processus qui nécessite de la patience » (Russellwater2012, 20).*

Les modèles de croissance des gestionnaires reposent donc partiellement sur l'introduction de nouvelles techniques et de nouvelles technologies de production dans les entreprises-cibles : culture sans labour, nouvelles variétés de semences. Toutefois, les programmes de modernisation et de développement ne concernent pas seulement les exploitations agricoles et la valorisation d'un « actif biologique ». Ainsi, l'entreprise camerounaise d'élevage porcin, West End Farms, et l'entreprise sud-africaine productrice d'ormeaux, HIK Abalone, qui comptent parmi leurs actionnaires AAF-SME et Agri-life Fund respectivement, ont aussi investi dans l'accroissement de leur capacité de production soit en augmentant le nombre de reproductrices<sup>1</sup> soit en construisant de nouveaux bassins de production.

Les programmes de « modernisation » sont guidés par un principe de gestion optimale des ressources naturelles, à savoir la terre, les ressources hydrauliques<sup>2</sup>, mais aussi les ressources humaines. L'exploitation agricole sud-africaine Southern Farm spécialisée dans la culture du raisin, dont PIC est devenu actionnaire en 2013, emploie 450 travailleurs permanents et près de 1000 travailleurs saisonniers lors de la période des récoltes. Afin d'optimiser cette main d'œuvre tout au long de

---

<sup>1</sup> « Bon, le porc depuis ce jour on a beaucoup avancé, donc quand ils sont arrivés nous avions quoi...40 reproductrices, aujourd'hui nous en avons 220 et on est en train de parler de passer à 330 dès l'année prochaine. Dès la fin de cette année (...). Donc oui, il y avait des objectifs définis avec un calendrier. Passer par exemple de 40 reproductrices à 500 en 5 ans ». Entretien téléphonique JM, directeur exécutif, West End Farms, 26 mai 2015.

<sup>2</sup> L'utilisation de l'eau pour des usages agricoles est en Afrique du sud strictement encadré par un système de quota *-water rights* (Movik 2012). Ainsi, le programme d'extension des parcelles de production conduit par la société de gestion FUU est limité par les quotas d'utilisation de l'eau alloués à chacune des exploitations agricoles. Cependant pour maximiser l'usage des sols, FUU a entrepris la culture de céréales sur les parcelles non irriguées. Lorsque la pluviométrie est suffisante, ces cultures arrivent à leur terme ; en revanche lors des mauvaises saisons les cultures sont perdues.

l'année, le binôme gestionnaire-dirigeant a entrepris de développer de nouvelles cultures comme le raconte le directeur financier de l'entreprise :

*« DB : On est confronté chaque saison à d'importantes dépenses pour la formation des travailleurs. Et puis les infrastructures construites pour les employés ne sont pas utilisées pendant six mois. Donc on a conduit des études afin de trouver un produit qui soit contre saisonnier par rapport au raisin et on a identifié les citrons ou les dattes. Mais on ne souhaitait pas s'engager dans la culture de citrons donc l'accord que l'on a avec PIC prévoit une extension de 350 hectares de dattes et 50 hectares d'autres cultures »<sup>3</sup>.*

En parallèle des programmes de modernisation, les gestionnaires et les dirigeants cherchent à accroître les facteurs de production des entreprises-cibles. Le gestionnaire du fonds Granary Investments par exemple mène une stratégie d'intégration horizontale à travers le regroupement de plusieurs exploitations agricoles plus ou moins proches les unes des autres au sein de regroupements *–hub-régionaux*<sup>4</sup>. L'intégration horizontale peut aussi prendre la forme de stratégies de croissance externe. L'entreprise sud-africaine Afrifresh dans laquelle a investi Classic chartered PE a ainsi fait l'acquisition de l'entreprise zimbabwéenne concurrente Ariston Holding en 2012. L'objectif affiché est de faire grandir leurs entreprises afin de bénéficier d'économies d'échelle *–critical mass*.

## **2.2. La boîte à outil de la croissance**

Pour mettre en œuvre de telles stratégies, les gestionnaires de fonds et leurs « alliés » disposent de ressources et d'outils spécifiques qu'ils mobilisent pour la croissance des entreprises. Les gestionnaires disposent de trois principaux leviers : l'apport de capitaux, un capital social et une expertise technique.

### **2.2.1. L'apport de capitaux**

Lorsqu'un fonds ou une firme de *private equity* entre au capital d'une entreprise, celui-ci achète des parts du capital qui proviennent soit d'actionnaires de l'entreprise, soit d'une nouvelle émission d'actions *–rights issue*. Dans le premier cas, les capitaux du fonds ou de la firme de *private equity* sont versés aux actionnaires sortants de l'entreprise-cible. Dans le second cas, les capitaux sont versés directement au bilan de l'entreprise et peuvent être utilisés pour le financement de plans de développement des activités de l'entreprise par exemple.

Au sein de notre panel, les transactions se font toujours, au moins en partie, au bénéfice des actionnaires leur permettant ainsi de sortir du capital de l'entreprise et de rémunérer leur investissement économique et social dans l'entreprise. Mais parfois, le rachat des parts d'un ou des actionnaires s'accompagne de l'émission de nouvelles actions dont le bénéfice est directement porté au

---

<sup>3</sup> Entretien DB, directeur financier, Southern Farm, Stellenbosch, 5 août 2014.

<sup>4</sup> Au début 2013, ce fonds géré par russellwater détenait un portefeuille de 14 exploitations, soit 22 336 hectares répartis entre quatre « hubs ».

bilan de l'entreprise comme pour l'entreprise tanzanienne Mtanga Foods, même si ce cas reste une exception dans notre panel. Par ailleurs, en plus de leur rachat de parts, certains gestionnaires offrent aux entreprises-cibles des prêts, notamment des prêts-mezzanines, à des taux souvent avantageux. L'émission de nouvelles actions ou l'apport de dette permet à l'entreprise de financer son développement et potentiellement d'améliorer son bilan comptable comme le souligne le dirigeant de Fairfield Dairy :

*« KL : Et puis une motivation supplémentaire pour nous (les dirigeants de l'entreprise)... Ils (les gestionnaires) ont mis un peu de cash dans le business ce qui a amélioré notre bilan. Une sorte de légère recapitalisation. Ce prêt a été mis en place sur trois ans. Nous n'en avons pas vraiment besoin, mais ça a amélioré notre bilan pendant quelques temps et ça nous a permis d'investir dans de nouveaux projets »<sup>5</sup>.*

Ensuite, au sein de certaines filières agro-financières les gestionnaires ont une enveloppe réservée pour des programmes de développement ou de modernisation. Nous avons mentionné plus haut le cas du CroissanceFutureAgri Fund I qui consacre 38% des capitaux du fonds à ce type de projets. Ces investissements additionnels doivent permettre une meilleure adaptation des exploitations aux demandes du marché et, pour le gestionnaire, leur coût est compensé d'une part par la hausse du loyer versé par l'opérateur, d'autre part grâce à la plus-value future lors de la revente de l'exploitation. Par ailleurs ce même fonds est obligé, en vertu du contrat entre gestionnaire et investisseurs, de dépenser 0,5% des capitaux du fonds dans des programmes « environnementaux et sociaux » sur les exploitations, ce qui se traduit principalement par la construction de nouveaux logements pour les travailleurs permanents qui résident sur la ferme.

Enfin, les entreprises-cibles, grâce à la présence dans leur capital d'un investisseur institutionnel reconnu, peuvent parfois bénéficier d'un accès privilégié à des prêts auprès d'autres institutions financières et bancaires. Cet apport de capitaux indirect est facilité par les réseaux de la société de gestion mais aussi par leur connaissance fine des rouages des industries financières et bancaires :

*« AD : Quels impacts a eu l'arrivée d'AAF sur les relations de l'entreprise avec les banques locales ?*

*AR : Oui bien sûr, par exemple récemment on a négocié avec une banque pour une solution de trésorerie pour financer un projet. Et le fait qu'on ait... On leur a donné une lettre de confort de la part d'AAF, ça a beaucoup facilité les choses.*

*AD : Donc c'est un apport indéniable ?*

---

<sup>5</sup> Entretien téléphonique KL, directeur exécutif, Fairfield Dairy, 26 mars 2015.

*AR : Ce n'est pas un apport qu'ils imposent. Il y a certaines situations qui demandent ce genre de situation, on peut leur demander, ils font ça assez...gracieusement je dirais. Ils font des entretiens avec les banquiers, ils envoient des lettres, ils font le nécessaire quoi »<sup>6</sup>.*

L'apport financier indirect des gestionnaires est d'autant plus prégnant dans les pays où l'accès au système bancaire pour les entreprises est plus difficile, soit à cause du faible développement des marchés financiers soit à cause de l'inadéquation entre le système de prêts bancaires et les structures sociales des entreprises<sup>7</sup>. Outre les banques commerciales, les gestionnaires favorisent l'accès de l'entreprise aux capitaux des institutions financières de développement. En effet, ces derniers utilisent leurs connaissances des marchés de capitaux sur le continent africain pour mettre les dirigeants d'entreprise en contact avec les principaux pourvoyeurs et préparer au mieux les dossiers de financement. Par exemple l'institution financière de développement norvégienne Norfund a investi en 2012 dix millions de dollars dans l'entreprise zambienne Faucon aux côtés de Cédre Investments afin de financer le développement de l'entreprise :

*« L'investissement de Norfund sera utilisé pour l'expansion des opérations via l'acquisition d'exploitations agricoles ou d'entreprises dédiées au séchage des grains, au stockage, à la transformation ou à la distribution en vue des potentielles futures acquisitions d'exploitations agricoles dans la région. Norfund supporte la réhabilitation d'une école publique en coopération avec Faucon, pour s'assurer que les enfants des employés reçoivent une éducation » (Norfund 2012, 38).*

### **2.2.2. Réseau et capital social**

A travers leurs relations avec les banques commerciales, nous mesurons le poids des réseaux et du capital social des partenaires de la société de gestion dans leur capacité à faire croître les entreprises de leur portefeuille. En effet, grâce à leurs réseaux sociaux les gestionnaires du fonds peuvent mettre l'entreprise en relation avec un partenaire commercial potentiel, qu'il s'agisse d'un client ou d'un fournisseur, mais aussi favoriser la visibilité de l'entreprise au sein de plateformes entrepreneuriales. A ce titre, l'organisation de concours et de remise de prix aux entreprises et aux entrepreneurs africains constitue une vitrine privilégiée particulièrement utilisée par les gestionnaires de notre panel :

*« AD : Quels impacts a eu l'arrivée d'AAF sur la stratégie commerciale de Guanomad?*

*AR : Question visibilité, AAF a surtout apporté du réseau en fait. Je vous donne un exemple, il y a eu l'ALN<sup>8</sup> Awards qui était en 2013. Et AAF a soutenu notre candidature voilà. Donc dans l'ALN network, il y a déjà un grand nombre d'entrepreneurs, donc AAF a contribué à nous*

<sup>6</sup> Entretien téléphonique AR, directeur financier, Guanomad, 4 mars 2015.

<sup>7</sup> Par exemple au Mozambique, la propriété foncière est régulée par l'obtention d'un « droit d'usage des terres » délivré par le gouvernement qui possède la quasi-totalité des ressources foncières du pays. Ce droit d'usage n'équivaut pas à un titre de propriété privé et n'est donc pas reconnu par les institutions bancaires comme une garantie suffisante pour l'octroi d'un prêt.

<sup>8</sup> « African leadership Network ».

*mettre en relation avec ce réseau-là. Et d'un autre côté, AAF a aussi son portefeuille d'entreprises qui œuvre à peu près dans le même domaine que nous, et ils nous ont mis en relation avec ces entreprises mais là c'était plutôt d'ordre technique »<sup>9</sup>.*

Ensuite, les gestionnaires ont la possibilité de mettre en relation les différentes entreprises de leur portefeuille afin de développer des synergies commerciales. La société de gestion Mafissa par exemple a créé une holding, Goldenoil Holdings avec son propre conseil d'administration, qui regroupe les entreprises de production et de transformation de palmiers à huile dans lesquelles le fonds AAF investit. De son côté Agri-life FM a organisé deux séminaires au cours desquels les entrepreneurs de son portefeuille ont pu échanger sur leurs pratiques mais sans que cette initiative débouche sur de véritables partenariats commerciaux<sup>10</sup>.

Outre les opportunités commerciales et financières, le capital social des gestionnaires permet parfois d'identifier et de recruter les personnes ressources qui pourront assister les dirigeants et l'entreprise dans la croissance. Le recrutement concerne parfois le personnel technique, comme par exemple les mécaniciens philippins engagés par l'entreprise camerounaise West End Farms grâce à la médiation de la société de gestion Dalvabank Agri. Autre exemple, la société de gestion Goldentstreet Capital et son directeur de la recherche agricole ont monté une entreprise avicole de toute pièce –a *green field project*– grâce à leur capital social :

*« AD : Comment avez-vous identifié vos investissements ?*

*TD : En Tanzanie, c'est un nouveau projet. Nous étions intéressés par le secteur avicole depuis longtemps. Avec un collègue, nous avons identifié...une opportunité dans une assez bonne entreprise qui produit des aliments pour les poulets et les poussins en Tanzanie. Nous avons commandé une étude de marché à propos de tous les acteurs en Tanzanie, et il y avait soit des entreprises familiales qui ne voulaient pas parler avec nous, soit des entreprises dans lesquelles nous ne voulions pas investir. Donc on a décidé de commencer un nouveau projet au milieu du pays... Et nous avons conçu le projet du début. Nous avons parlé avec des entreprises avicoles cotées sur le JSE pour avoir des connaissances sur l'industrie avicole. Nous avons regardé comment les business en Tanzanie réussissent. Et on a décidé de commencer depuis le début parce que personne ne souhaitait s'associer avec nous. Ça n'est pas la transaction de private equity typique. C'est pourquoi c'était une bonne chose d'avoir*

---

<sup>9</sup> Entretien téléphonique AR, directeur financier, Guanomad, 4 mars 2015.

<sup>10</sup> « AD: Quel était le thème du séminaire?

*KL : D'abord il y a eu un retour d'expérience de la part des dirigeants. Un retour à propos de leur performance. Et puis ensuite on a eu deux experts, des personnes de l'extérieur, qui nous ont fait des présentations. La première à propos des plans de succession, il nous disait de préparer un plan pour les générations futures, pour leur transmettre le business. Et le deuxième nous a simplement donné une perspective globale de l'économie sud-africaine. Donc il y avait deux présentateurs invités et le reste c'était des discussions de dirigeants ». Entretien téléphonique, KL, CEO, Fairfield Dairy, 26 mars 2015.*

*Crookes Brothers (une autre entreprise de leur portefeuille) avec nous... Tu ne te réveilles pas inquiet au milieu de la nuit »<sup>11</sup>.*

*AD : Qui sont les dirigeants de l'entreprise ?*

*TD : J'ai travaillé dans ce domaine, donc encore une fois je me suis tourné vers mon réseau. Nous avons recruté... Vous connaissez probablement l'histoire d'Afgri (l'un des leaders sud-africain dans l'aviculture)? Et bien nous avons recruté l'équipe en charge de la gestion des activités avicoles d'Afgri. Le directeur des opérations et un autre manager. Nous avons engagé des consultants et nous leur avons demandé de planifier et initier le développement de l'entreprise pour nous. Donc nous n'avons aucune compétence interne en matière d'aviculture »<sup>12</sup>.*

Ainsi, les gestionnaires ont mobilisés pour ce projet : des consultants en Tanzanie et en Afrique du sud, une entreprise d'intelligence économique en Tanzanie, les dirigeants d'entreprises avicoles et agricoles en Afrique du sud et notamment de l'entreprise Crookes Brothers dont ils sont actionnaires, les managers opérationnels de l'entreprise Afgri. A défaut d'avoir les compétences techniques en interne, la société Goldenstreet Capital s'appuie sur son réseau de professionnels. Le personnel « technique », en l'occurrence le directeur de la recherche agricole, est prioritairement en charge de la construction et de l'entretien du réseau. Mais parfois, les sociétés de gestion de notre panel mobilisent plus directement une expertise technique.

### **2.2.3. Expertise technique et agronomique**

L'expertise technique mobilisée provient soit directement des employés de la société de gestion, soit de programmes d'assistance technique autonomes.

Comme nous l'avons mentionné dans le chapitre II, plusieurs sociétés de gestion ont recruté en interne des ingénieurs agronomes, des professeurs d'économie rurale et même parfois des agriculteurs. Grâce à ce personnel, les gestionnaires peuvent apporter une plus-value sur les aspects les plus techniques de l'activité des entreprises tels que les normes sanitaires ou les problèmes d'irrigation. Dans certaines entités comme les fonds CroissanceFutureAgri Fund I et Granary Investments, ce personnel technique joue un rôle prépondérant dans la définition et la mise en œuvre effective des projets de croissance de l'entreprise. L'ingénieur de la société de gestion russellwater a mis en place un programme d'enrichissement des sols sur toutes les exploitations agricoles en tenant compte pour chacune des particularités des éléments du sol. Cependant les sociétés de gestion sont prioritairement dédiées à la gestion des flux financiers et la place en interne de ces savoir-faire techniques est souvent marginale.

Les sociétés de gestion bénéficient alors parfois de programmes d'assistance technique complémentaires financés par des dons et des subventions venant d'institutions nationales et

---

<sup>11</sup> Entretien téléphonique TD, directeur de la recherche agricole, Goldenstreet Capital, 27 mars 2015.

<sup>12</sup> Entretien téléphonique TD, directeur de la recherche agricole, Goldenstreet Capital, 27 mars 2015.

internationales du développement. Les fonds AAF et AATIF disposent tous deux d'une facilité d'assistance technique indépendante qui soutient la croissance des entreprises du fonds (voir chapitre III). L'assistance technique désigne les activités de conseil auprès des acteurs du secteur privé dans le cadre de projets de développement et plus particulièrement « *le renforcement des capacités des entreprises* » (Renault 2011). Cette activité s'est développée au sein des institutions financières de développement en parallèle de l'essor des prises de participation dans des fonds de *private equity*. Dans un numéro de la revue de Proparco « Secteur privé et développement » spécialement consacré à la question de l'assistance technique, Halah Al-Jubeir, Gilles Galludec et Peer Stein de l'IFC affirme :

*« La mise en œuvre de programmes d'assistance technique visant à renforcer les capacités, les compétences et les comportements des acteurs du secteur privé est un véritable catalyseur du développement économique et social. Investir dans les sociétés du secteur privé, c'est à la fois fournir du capital, encourager l'innovation et l'entrepreneuriat, créer des emplois et ouvrir de nouveaux marchés »* (Al-Jubeir, Galludec, et Stein 2011, 6)

La facilité d'assistance technique des fonds AAF et AAF-SME est gérée indépendamment des fonds par Technoserve, une ONG américaine spécialisée dans le soutien aux entreprises privées dans les pays en développement. Celle-ci définit et budgétise les projets d'assistance technique pour chacune des entreprises en partenariat avec les gestionnaires et les dirigeants, sélectionne un opérateur technique en charge de la mise en œuvre du projet puis assure un suivi tout au long du processus. Les projets financés par la facilité d'assistance technique du fonds AAF sont regroupés en deux grandes catégories : soutenir la croissance des petites et moyennes entreprises d'une part, développer les filières agroalimentaires des entreprises-cibles à travers l'intégration de petits producteurs et de petits entrepreneurs d'autre part (voir encadré 5.2).

#### Encadré 5.2 : Les projets de la Facilité d'assistance technique (TAF) du fonds AAF

En 2015, la TAF avait financé 16 projets<sup>13</sup>, en voici quelques-uns :

Dans l'entreprise camerounaise West End Farms, la facilité a lancé deux projets : le premier d'assistance agronomique (analyse des sols, formation des employés) sur une ferme céréalière conduit par le consultant sud-africain Farmsecure AgriScience ; le second pour l'acquisition et la formation du personnel à un système de gestion interne informatique.

Au Sierra Leone, autour de Goldtree, la TAF a trois projets : un programme d'appui et de formation technique à destination des petits producteurs approvisionnant l'entreprise et un soutien à la constitution d'une organisation collective de petits producteurs ; un programme d'identification et de définition de produits financiers en faveur des petits producteurs ; un programme de réhabilitation des routes reliant les petits producteurs à l'usine de transformation.

<sup>13</sup> La liste des projets est accessible sur le site de la facilité d'assistance technique : <http://www.aaftaf.org/Projects/>

En Zambie autour de Golden Lay, deux autres projets sont financés : un programme au bénéfice des distributeurs locaux d'œufs tourné vers l'identification d'opportunités de commercialisation en vue notamment de développer des contrats d'approvisionnement avec la grande distribution; un soutien aux petits producteurs de soja qui approvisionnent l'entreprise et un soutien à la constitution de groupements de producteurs.

Les programmes d'assistance technique semblent constituer des leviers importants pour la croissance des entreprises-cibles comme le souligne le directeur financier de l'entreprise Guanomad :

« AD : *Quels impacts a eu l'arrivée du fonds au niveau de la structure de l'entreprise ?*

AR : *En fait dans le cas de Guanomad, l'apport principal à part l'apport financier, c'est la TAF (facilité d'assistance technique). En fait c'est un fonds qui est d'environ 750 000 euros qui est dédié à aider l'entreprise à se développer. Donc actuellement on a trois projets qui marchent. Un projet pour la structure de distribution; un second projet pour le développement du réseau de distribution sur les marchés internationaux; et un troisième projet qui... qui développe notre stratégie à l'export sur l'Afrique»<sup>14</sup>.*

La facilité d'assistance technique supporte donc l'innovation technique, managériale et commerciale au sein des entreprises-cibles. Paradoxalement, ce ne sont pas les gestionnaires des fonds et des firmes d'investissement qui impulsent cette dynamique d'innovation mais des acteurs périphériques aux filières agro-financières du *private equity* dotés de ressources financières propres, lesquels ne sont pas soumis aux mêmes objectifs de rentabilité. La légitimité des programmes d'assistance technique sur le marché du *private equity* en Afrique sub-saharienne est contestée, notamment par les gestionnaires qui n'en bénéficient pas, car cet instrument fausserait les règles de la concurrence.

La boîte à outil du *private equity* renferme une conception particulière de la croissance et du développement agricole sur laquelle nous allons revenir maintenant.

### **2.3. Quel modèle de croissance par le *private equity* ?**

Dans le cadre de leur projet de valorisation de l'entreprise-cible, le binôme gestionnaire-dirigeant véhicule une conception originale de la croissance de l'entreprise laquelle doit bénéficier en priorité aux actionnaires, mais aussi à toutes les parties-prenantes de l'entreprise.

#### **2.3.1. La croissance de l'entreprise au service des actionnaires**

Tout d'abord en ce qui concerne la croissance de l'entreprise, celle-ci est assujettie aux objectifs de valorisation du capital. La primauté de la création de valeur sur les autres objectifs assignés à l'entreprise trace alors un chemin de croissance particulier. Premièrement, les plans de croissance respectent un calendrier spécifique qui correspond à celui du fonds ou de la firme d'investissement.

---

<sup>14</sup> Entretien téléphonique AJ, directeur financier, Guanomad, 4 mars 2015.



Les « fruits » de la croissance doivent pouvoir être récoltés avant la fin de la période d'investissement du fonds soit entre 5 et 7 ans. Cet impératif d'une croissance rapide, voire quasi-immédiate, contraint les options et élimine les investissements les plus longs et incertains à rentabiliser. Dans le cadre du fonds CroissanceFutureAgri Fund I par exemple, tous les investissements de modernisation doivent être effectués au cours des trois premières années afin de respecter les échéances du fonds<sup>15</sup>. La temporalité du *private equity* restreint donc les possibilités d'innovation et raccourci les horizons de l'investissement<sup>16</sup>. La société de gestion russellwater par exemple a abandonné son projet d'enrichissement des sols et de culture sans-labour après seulement deux ans faute d'une transformation significative de la composition chimique des sols au cours de cette période<sup>17</sup>. Le biais temporel en faveur des projets de développement de court-terme est par ailleurs inscrit dans les formules d'évaluation, notamment la formule DCF, qui dévalorisent les flux de trésorerie les plus éloignés dans le temps (chapitre IV). Le gestionnaire impose donc son propre agenda qui diffère parfois de celui de l'entreprise en tant qu'organisation indépendante guidée par sa reproduction et sa survie face à la concurrence (Fligstein 2001). S'il est trop tôt pour l'évaluer dans les entreprises-cibles de notre panel, on peut s'interroger sur les conséquences de ces stratégies de croissance à marche forcée pour la pérennité et la durabilité de l'organisation.

Outre les contraintes temporelles, l'objectif de valorisation du capital implique une conception originale de la croissance qui pèse sur les stratégies des acteurs et des entreprises. Celle-ci est entendue comme l'accroissement des flux de trésorerie disponibles –*free cash flow*, lesquels correspondent à la ponction que les actionnaires peuvent opérer sur l'entreprise (Benquet 2015). Concrètement cela se traduit par un recentrement des activités de l'entreprise autour des segments qui dégagent les marges les plus importantes. Ainsi la polyculture et la polyactivité, c'est-à-dire la synergie sur même exploitation entre plusieurs types de production, sont abandonnées au profit d'une logique de recentrage sur le cœur de métier –*core business*- caractéristique de la valeur actionnariale (Fligstein et Shin 2008) comme dans le cas de l'entreprise tanzanienne Mtanga Foods :

---

<sup>15</sup> «AB: Quel que soit le plan, nous le mettons en place au cours des 3 premières années. Ensuite, nous maintenons le projet pour les 7 années suivantes. Comme ça, nous pouvons vendre le projet à ses capacités maximales ». Entretien téléphonique AB, responsable de la recherche agronomique, FUU, 1<sup>er</sup> avril 2015.

<sup>16</sup> Toutefois il convient de relativiser le raccourcissement des horizons temporels ou plutôt de distinguer la temporalité du *private equity* par rapport à la temporalité des marchés boursiers. Dans le cas d'Afagri les dirigeants ont eux-mêmes impulsé la sortie de l'entreprise du JSE et son rachat par une firme de *private equity* afin de mettre en œuvre une stratégie d'investissement sur le plus long terme comme le résume son directeur exécutif et promoteur de l'opération :

« AD : Quel était l'intérêt de la transaction pour les dirigeants de l'entreprise ?

CV : En tant qu'entreprise cotée, les actionnaires attendent des retours spécifiques, mais aussi pour des actionnaires en bourse, le long terme sera de 3 à 5 ans. Notre politique d'investissement pour l'Afrique est basée sur...la création d'infrastructures agricoles et les retours pour ça seront plus longs à atteindre, de l'ordre de 10 à 20 ans. Donc nous étions coincés puisque nous voulions nous développer sur le continent mais nous devons remplir les attentes de nos actionnaires sur le Johannesburg Stock Exchange ». Entretien téléphonique CV, directeur exécutif, Afagri, 1<sup>er</sup> septembre 2014.

<sup>17</sup> L'objectif assigné à l'ingénieur agronome du fonds était de libérer le phosphore des sols grâce à la propagation de produits chimiques contenant du calcium.

« AD : *Qu'est ce qui allait mal avec l'entreprise Mtanga Foods ?*

AT : *Rien n'allait mal, lorsque ça va mal, il est déjà trop tard (rires). Mais la stratégie a changé, passant d'une entreprise agricole diversifiée à une entreprise productrice de viande pour un marché plus large. De petites à de grandes marges....Donc c'est devenu un abattoir, un élevage de bétail et une entreprise de distribution de viande. Alors que le business original était un business agricole diversifié, qui comprenait la production de maïs, de blé, de sorgho, d'olives, de soja....ce genre de cultures, mais aussi de l'élevage. Donc il est apparu que ce business avait besoin de se focaliser...et les meilleures marges, la meilleure opportunité disponible pour ce business était de développer le bétail »<sup>18</sup>.*

Une gestion d'entreprise focalisée sur les marges appliquée aux secteurs agricoles en Afrique subsaharienne entre pourtant en contradiction avec l'objectif affiché de plusieurs fonds et firmes de *private equity*, notamment le Agri-life Fund, actionnaire de Mtanga Foods, de promouvoir la sécurité alimentaire. L'entreprise est donc prioritairement un vecteur de valorisation du capital et la croissance de l'entreprise est un levier, parmi d'autre, de la valorisation.

### **2.3.2. Une croissance « gagnant-gagnant »**

Toutefois, la croissance des entreprises recherchée par les gestionnaires ne se réduit pas à la seule valorisation du capital injecté. En vertu des approches du « retour social » ou de l'investissement d'impact, les gestionnaires promeuvent une croissance « inclusive » qui doit bénéficier aux actionnaires mais aussi aux autres parties-prenantes de l'entreprise. La directrice de la facilité d'assistance technique du fonds AAF résume bien cette conception d'une croissance « gagnant-gagnant » :

« AD : *Quelle est votre stratégie pour la valorisation des entreprises ? Quelle place y occupe la croissance ?*

SM : *La croissance est centrale parce que à travers la croissance tu créés des emplois et tu augmentes les revenus. Donc nous encourageons les petits producteurs et les petites et moyennes entreprises, ou les microentreprises, à augmenter leurs ventes, renforcer leur profitabilité, créer et maintenir des emplois, investir plus d'argent dans les communautés locales autour des business AAF (African Agriculture Fund) »<sup>19</sup>.*

Ainsi la croissance de l'entreprise est un moteur du développement économique des territoires ruraux dans lesquels ces entreprises sont insérées. Dans le cadre de notre terrain, l'articulation entre la croissance de l'entreprise et la croissance des territoires repose principalement sur deux leviers : le

---

<sup>18</sup> Entretien téléphonique AT, consultant spécialisé dans les investissements agricole en Afrique ; ex-chargé d'investissement pour la CDC, 23 mars 2015.

<sup>19</sup> Entretien SM, directrice de la facilité d'assistance technique, Technoserve, Johannesburg, 10 mars 2015.

soutien aux petits producteurs et aux petits entrepreneurs d'une part et la création ou le maintien d'emplois d'autre part.

Premièrement, le soutien aux petits producteurs avoisinants, susceptibles d'approvisionner une entreprise agroalimentaire en matières premières, ou aux petits entrepreneurs susceptibles d'écouler sa production sont des projets privilégiés par les programmes d'assistance technique. En ce qui concerne les petits producteurs, les programmes d'agriculture contractuelle –*contract farming*– (Oya 2012) sont des vecteurs de leur intégration à la filière agroalimentaire de l'entreprise-cible. La facilité d'assistance technique du fonds AAF a par exemple entrepris un tel programme autour de l'entreprise Goldtree :

*« En plus d'un noyau de 355 hectares, l'entreprise s'approvisionne en matières premières auprès de 6400 producteurs indépendants, répartis sur 30.000 hectares, dans un rayon de 40 kilomètres autour du moulin, soutenant ainsi des milliers de personnes dans la communauté, en s'assurant qu'ils reçoivent un juste prix pour les produits. L'entreprise s'engage activement avec les petits producteurs afin de leur faire prendre conscience des effets de la déforestation et des conséquences du déclin des espèces animales autochtones »* (Mafissa 2014, 12).

Le projet est donc de construire et de stabiliser autour de l'entreprise une filière agroalimentaire, c'est-à-dire une chaîne d'interdépendance entre agents économiques indépendants formalisée par des contrats. De tels projets comprennent la fourniture des intrants (semences, engrais) et des programmes de formation sur le plan technique mais aussi parfois financier et organisationnel. L'objectif de ces projets de renforcement des capacités –*empowerment*– entrepreneuriales est alors de faire émerger des « micro-entrepreneurs de soi » qui seraient capables d'optimiser la gestion de leurs capitaux et de leurs ressources. Adriana Kemp et Nitza Berkovitch ont analysé des programmes de formation en microfinance conduits auprès de femmes en Israël. Les auteures soulignent dans leurs conclusions :

*« Cet assemblage pédagogique correspond bien aux formes interventionnistes du néolibéralisme, celles du gouvernement à distance et des partenariats public-privés qui contrairement au laissez-faire du libéralisme économique classique ne conçoit ni le marché ni le comportement économique rationnel comme purement naturels mais comme quelque chose qui doit être activé »* (Kemp et Berkovich 2013, 39).

Les programmes d'assistance technique en faveur de l'agriculture contractuelle visent eux-aussi à faire des petits producteurs des « homo-oeconomicus » rationnels, capables de négocier des contrats avec les entreprises d'égal à égal et de faire valoir leurs avantages comparatifs respectifs.

Dans le cadre de cette approche théorique, l'entreprise privée est le moteur de la croissance économique autour de laquelle une pluralité d'agents économiques vient se greffer. Cependant dans les faits, ce modèle de croissance micro-économique ne va pas de soi. Ainsi, la directrice de la facilité

d'assistance technique des fonds AAF et AAF-SME explique ci-dessous les difficultés qu'elle rencontre pour concilier l'objectif d'une croissance inclusive et l'obligation qui leur est faite de susciter des retombées positives pour l'entreprise-cible :

*« AD : Est-ce que ça n'est pas difficile de structurer une filière agricole autour d'une seule entreprise ?*

*SM : C'est un des principaux défis. Nous (la facilité d'assistance technique) avons évolué d'une approche focalisée uniquement sur les petits producteurs à une approche où nous pouvons financer des projets plus largement au sein de toute la filière. Mais nous avons toujours une approche centrée sur une entreprise parce que nous sommes intrinsèquement liés aux investissements d'AAF. Nous réfléchissons sur comment nous pouvons désormais appréhender toute la filière, mais nous ne pouvons pas nous affranchir du fait que nous sommes liés à une entreprise. C'est notre limite dans le sens où nous ne pouvons pas travailler avec tous les acteurs de la filière, parce que l'entreprise-cible ne va pas accepter que l'on travaille avec ses concurrents trop directement. Donc si nous pouvons trouver une filière qui soit pré-compétitive....aider tout le monde à grandir....rendre le gâteau plus grand et la part de chacun plus grosse. Ça on peut le faire. Mais à la fin il faut toujours que ça revienne à l'entreprise-cible parce que c'est la manière dont nous sommes structurés »<sup>20</sup>.*

Deuxièmement, outre cet appui aux micro-entrepreneurs et leur articulation autour de l'entreprise, le second levier de la croissance inclusive mis en avant par les gestionnaires est la création ou le maintien d'emplois. En effet, les employés de l'entreprise sont perçus comme un vecteur prépondérant du « ruissèlement » des capitaux des investisseurs vers l'économie rurale dans son ensemble, d'abord au sein du foyer familial mais aussi par le biais de la consommation locale. Ainsi, le rapport « *Development Impact* » de la société de gestion Mafissa affirme :

*« Depuis que l'entreprise du portefeuille d'AAF, Goldtree, emploie 463 travailleurs permanents, plus de 50 000 sierra léonais ont été directement ou indirectement impactés par ses opérations » (Mafissa 2014, 12).*

Les employés sont aussi les premiers bénéficiaires des initiatives « sociales » des gestionnaires et des dirigeants ; la société de gestion FUU consacre ainsi 0,5% des capitaux du fonds à la construction de logements pour les travailleurs sur leurs exploitations, la mise en œuvre d'un programme de couverture médicale et des programmes d'alphabétisation et de formation managériale à destination des travailleurs. De son côté la facilité d'assistance technique du fonds AATIF finance la construction d'une école sur le site de l'entreprise zambienne Faucon pour les enfants des travailleurs de l'exploitation.

---

<sup>20</sup> Entretien SM, directrice de la facilité d'assistance technique, Technoserve, Johannesburg, 10 mars 2015.

Les relations entre le binôme gestionnaire-dirigeant d'une part et les employés d'autre part sont marquées par une forte asymétrie. La forme de ces échanges est définie « d'en haut » sans concertation avec les acteurs concernés. Les employés ne sont perçus ni comme des partenaires, ni comme des acteurs de la croissance de l'entreprise et à ce titre comme des coproducteurs de la plus-value financière mais comme des bénéficiaires des investissements du fonds ou de la firme. La question de la répartition des bénéfices entre capital et travail est alors complètement passée sous silence au profit d'un modèle « gagnant-gagnant ». L'entreprise est alors perçue comme une réalité sociale « plate » débarrassée des conflits sociaux. Fabien Foureault observe au sein des entreprises passées sous le contrôle d'une firme de LBO le passage du « compromis fordien » au « (fragile) compromis sloanien », qui se traduit notamment par le fait que

*« les gains de productivité ne semblent pas redistribués en augmentations de salaires mais en dividendes »* (Foureault 2014, 439).

Enfin troisièmement aux côtés de la création d'emplois et du développement de filières agroalimentaires, les gestionnaires mettent aussi l'accent sur un troisième vecteur de redistribution des fruits de la croissance vers les économies locales à savoir la perception des impôts par les administrations publiques locales. Dans son rapport « *Development Impact* » Mafissa inclut ainsi des objectifs en termes de versement d'impôt pour chacune de ses entreprises.

Les gestionnaires promeuvent donc une conception originale de la croissance économique qui s'inscrit dans le paradigme néolibéral. Tout d'abord celle-ci a pour cadre privilégié l'entreprise privée et l'Etat est totalement absent de cette grille de lecture si ce n'est comme percepteur des recettes fiscales. Ensuite cette croissance s'inscrit dans le cadre théorique de la microéconomie puisqu'elle repose sur un tissu d'agents économiques rationnels qui interagissent librement les uns avec les autres que ce soit aux marges ou à l'intérieur de l'entreprise. Enfin, la croissance de l'entreprise rémunère en priorité les actionnaires, mais par un effet de ruissèlement, cette croissance bénéficie aussi à toutes les parties-prenantes de l'entreprise qui à leur tour en font bénéficier tout le tissu économique et social local. La capacité des gestionnaires à susciter et à rendre visible la croissance des entreprises-cibles est un levier important de la valorisation du capital. De plus cette croissance « gagnant-gagnant » en tant que bien commun est un puissant vecteur de légitimation des gestionnaires auprès des investisseurs et des entreprises dans lesquelles ils sont actifs.

### **3. Rationalisation financière des entreprises**

La valorisation des entreprises-cibles ne se limite pas seulement à une croissance de leur chiffre d'affaire et de leurs marges financières. En parallèle, les gestionnaires introduisent une nouvelle discipline au sein de l'entreprise. Comme l'illustre les deux extraits d'entretiens ci-dessous réalisés avec des dirigeants d'entreprise, cet effort de « disciplinarisation » (Maugeri 2008) des entreprises-

cibles constitue un trait commun à tous les fonds et les firmes de *private equity* au-delà des caractéristiques particulières des dites entreprises :

« BG : Agri-life nous a apporté de la discipline dans le business. C'est ce qui nous manquait dans ce business familial et ils nous ont engagés dans un processus de « corporisation ». C'est ça qui est le plus important pour eux et ils sont intervenus à tous les niveaux, la gouvernance d'entreprise, le contrôle financier, les initiatives BEE, les ressources humaines (...) Ils nous ont apporté une vue différente sur le business, différente de la nôtre, les fondateurs, qui en avons une vision plus émotive...eux ont une vision plus clinique »<sup>21</sup>.

« JD : Prend le cas de Capespan. La transformation de Capespan d'une culture coopérative en une entité commerciale à part entière n'aurait pas été possible sans un investisseur de *private equity*. Si tu regardes les plus grosses entreprises d'exportation (en Afrique du sud), qu'est ce qui va les mener à la prochaine étape ? Ils ont besoin de croissance, mais ils ont aussi besoin de formaliser et de professionnaliser leur business ? Autrement c'est trop gros pour...être gérer. Donc ils ont besoin d'avoir une gestion professionnelle, se convertir en entreprise et commencer à agir comme un business qui prend soin de ses investisseurs. Les investisseurs de *private equity* les aident à faire ces transformations »<sup>22</sup>.

Ainsi, que ce soit dans le cas de petites et moyennes entreprises familiales ou bien d'entreprises transnationales, les gestionnaires de *private equity* ont la capacité de rationaliser la gouvernance d'entreprise. Comme le dispositif du *Leverage Buy-Out* analysé par Fabien Foureault, le *private equity* est donc une « arme organisationnelle »<sup>23</sup> au service d'un groupe d'acteurs spécifique : la coalition investisseurs-gestionnaires-dirigeants (Foureault 2014). La « rationalisation » organisationnelle<sup>24</sup> impulsée par les gestionnaires tend vers la mise en œuvre effective des principes de la valeur actionnariale. Concrètement, il s'agit d'orienter le travail au sein de l'entreprise vers la production d'une valeur pour les actionnaires c'est à dire vers la rentabilité financière de l'entreprise définie par Nicolas Bedu comme la seule rentabilité des fonds propres<sup>25</sup> (Bedu 2013). Le processus de rationalisation des entreprises-cibles en vue de la rentabilité financière repose alors sur l'introduction d'un panel d'outils de gestion et de bonne gouvernance.

---

<sup>21</sup> Entretien BG, Directeur exécutif, Dew Crisp, Le Cap, 18 juin 2014.

<sup>22</sup> Entretien JD, directeur exécutif, Capespan, Le Cap, 19 mars 2015.

<sup>23</sup> « Une pratique organisationnelle fonctionne donc comme une arme lorsque (1) elle est mobilisée par des élites dans leur compétition pour le pouvoir ; (2) cette compétition n'est pas réglée par le jeu habituel des conventions officielles » (Foureault 2014, 23).

<sup>24</sup> La notion de rationalisation est empruntée à Olivier Godechot qui l'assimile au « comportement rationnel en finalité » caractérisé par Max Weber : « Agit de façon rationnelle en finalité celui qui oriente son activité d'après les fins, moyens et conséquences subsidiaires, et qui confronte en même temps rationnellement les moyens et la fin, la fin et les conséquences subsidiaires et enfin les diverses fins possibles » (Godechot, 2000, 16). Un peu plus loin Olivier Godechot souligne : « La notion de rationalisation permet justement de marquer l'écart entre le modèle et la réalité de son évolution ».

<sup>25</sup> La rentabilité financière se distingue donc de la rentabilité économique de l'entreprise qui correspond à l'excédent brut d'exploitation divisé par les capitaux investis moins les fonds propres et la dette (Bedu 2013).

Des auteurs comme Neil Fligstein (Fligstein 1990 ; Fligstein et Shin 2008) ont identifié et analysé les outils de la valeur actionnariale: nomination d'un directeur financier, incitations financières et bonus. Néanmoins les usages concrets des outils et leurs conséquences sont pluriels selon la structure particulière des champs et les dispositions des acteurs<sup>26</sup>. La rationalisation est donc un processus « différencié et inachevé » (Godechot 2001). Dans cette partie, nous allons donc étudier les formes originales de la rationalisation des entreprises agricoles sud-africaines et africaines. Pour cela, nous allons nous pencher sur deux axes majeurs du processus de rationalisation en ce qui concerne le travail d'une part et les flux financiers d'autre part.

### **3.1. Rationalisation du travail**

Tout d'abord, la rationalisation financière des entreprises se traduit par une profonde réorganisation du travail dans les entreprises en ce qui concerne les formes de l'emploi d'une part et la gestion du travail d'autre part via l'introduction d'outils de management originaux. Concrètement dans notre panel, cela se traduit tout d'abord par la définition de fiches de poste précises qui établissent une hiérarchie claire où chaque échelon correspond à une grille de salaire et à un périmètre de responsabilité particulier. Dans le cas de l'entreprise Dew Crisp, l'une des missions du directeur financier a été de conduire un audit interne afin de clarifier le rôle et les responsabilités de chacun :

*« AD : Pour chaque poste vous avez définis des critères d'évaluation ?*

*JR : Exact, des critères pour l'évaluation de leur performance. C'est ce que nous faisons en ce moment, et c'est la première fois dans l'histoire de Dew Crisp qu'ils évaluent les performances de cette manière. C'est un grand défi, parce que même les personnes qui sont dans l'entreprise depuis longtemps doivent...ils doivent évaluer les personnes sous leur responsabilité de cette manière, mais aussi au-dessus ils sont évalués par les dirigeants. Et c'est nouveau. Donc bien sûr, il y a un grand changement dans ce domaine et c'est difficile. Ça a été une des premières responsabilités que l'on m'a confiée lors de mon arrivée en 2012, et nous l'avons mis en place en février dernier. Deux ans et demi c'est long comme mise en place »<sup>27</sup>.*

Ainsi, la définition et l'encadrement des rôles de chacun participent à un effort général de rationalisation. L'arrivée de gestionnaires se traduit alors par la promotion au sein de l'entreprise d'une culture de l'évaluation et du contrôle fondée sur des principes objectifs et impersonnels. Tandis que l'évaluation du personnel repose dans les PME ou les exploitations agricoles sur la seule

---

<sup>26</sup> Jurgen Kadtler et Hans Joachim Sperling par exemple ont mis en lumière les mécanismes de négociation au sein de l'industrie automobile allemande qui ont régi la diffusion des principes de la valeur actionnariale (Kadtler et Joachim Sperling 2002b; Kadtler et Joachim Sperling 2002a).

<sup>27</sup> Entretien JC, directeur financier, Dew Crisp, muldersdrift, 9 mars 2015.

appréciation des dirigeants, des fiches de poste sont introduites lesquelles assignent à chaque employé des objectifs précis.

En parallèle ou en complément des cahiers de procédures et des fiches de postes internes, le processus de rationalisation du travail repose aussi sur la mobilisation de standards et de certifications externes au niveau des entreprises-cibles. Ceux-ci encadrent les pratiques des acteurs et les poussent à se conformer à un ensemble de principes déclinés en indicateurs de performance, et pour cela à compter, évaluer et classer toutes les facettes de leurs activités. Les sociétés de gestion russellwater et FUU ont ainsi poussé les managers et les opérateurs de leurs exploitations agricoles à adopter la certification GlobalGAP. De son côté, le gestionnaire Mafissa cherche à obtenir la certification « *Roundtable on Sustainable Palm Oil* » pour l'entreprise congolaise Feronia<sup>28</sup>. Les procédures internes et les standards externes s'entrecroisent et tissent un maillage serré au sein de l'entreprise.

Par ailleurs, les gestionnaires promeuvent les indicateurs de performance et les *benchmarks* comme des outils de gestion du travail dans les entreprises-cibles. Toujours au sein de l'entreprise Dew Crisp, le directeur financier a introduit un ratio qui établit une corrélation entre le nombre d'heures travaillées pour chaque employé et le nombre de produits agricoles qui sortent de leurs usines. L'objectif explique-t-il est d'évaluer, au plus près, les performances individuelles des travailleurs :

« AD : Comment est-ce que vous contrôlez le travail ?

JR : Les travailleurs agricoles pointent à l'entrée... Et à la sortie. Et les employés de l'usine de transformation pointent via le système biométrique. Et ils sont répartis entre les différentes unités de production. Donc nous on regarde, combien d'heures travaillées cette semaine ou ce mois par rapport au volume de produits vendus ? Evidemment il doit y avoir une corrélation. Mais il y a aussi la question du volume de produits utilisés ? Parce que si j'ai 10 kilos sur lesquels je peux vendre 8 kilos, c'est bien puisque je n'ai besoin que de 10 kilos. Mais si le rendement est de 50% et je dois vendre 8 kilos, je dois en acheter 16 kilos. Donc on a un rapport de lean manufacturing. Qu'est-ce que ça nous dit ? Ça me dit combien d'heures sont travaillées, combien de kilos sont achetés, combien de kilos sont vendus. Donc on peut établir un ratio. Et grâce à ça, on peut évaluer les performances. Cependant ça n'est toujours pas le meilleur moyen, on continue à chercher de meilleurs moyens. Par exemple, il arrive 10 tonnes de produits et je veux savoir à quelle vitesse les travailleurs de cette division en particulier les écoulent, et puis j'établis un nouveau ratio »<sup>29</sup>.

L'introduction de ces indicateurs de performances standardisées à l'échelle d'une entreprise permet notamment de mettre en concurrence les unités, les sites et les travailleurs les uns avec les autres. Au sein du CroissanceFutureAgri Fund I, le gestionnaire et ses opérateurs ont ainsi établi des ratios

<sup>28</sup> Feronia, « *Feronia Inc.: Launch of Environmental and Social Assessment* », 12 avril 2014.

<sup>29</sup> Entretien JC, directeur financier, Dew Crisp, Muldersdrift, 9 mars 2015.



standards qui leur permettent de comparer les performances productives d'une exploitation agricole à l'autre :

*« AD : Quel type de ratio est ce que vous mettez en place ?*

*QS : Nous regardons le rendement à l'hectare pour les différentes variétés ; quels sont les rendements à l'hectare ? Et les coûts, donc on établit un coût moyen à l'hectare et on compare les différentes exploitations agricoles. Les hectares peuvent être des hectares à perte ou à profit. Combien de jeunes ou de vieilles parcelles est-ce que nous avons ? Et on utilise ces indicateurs comme outils d'analyse. Combien tu dépenses sur une exploitation par rapport aux autres exploitations »<sup>30</sup>.*

L'effort de rationalisation du travail concerne aussi les dirigeants de l'entreprise. Ces derniers exercent souvent sur le personnel une forme de domination charismatique et entretiennent avec l'entreprise une relation affective et patrimoniale. Le processus de rationalisation se traduit alors par une définition de leurs domaines de compétences et une séparation claire entre ressources personnelles et ressources entrepreneuriales. Ainsi, dans le cas de l'entreprise camerounaise West End Farms, un poste d'administrateur a été créé auquel est attribué un salaire fixe :

*« AD : Concrètement qu'est ce qui a changé par rapport à l'entreprise familiale que vous étiez ?*

*JM : Bon, je te donne un exemple, avant l'arrivée d'AAF moi en tant que dirigeant d'entreprise je n'avais pas de salaire. Je prenais ce dont j'avais besoin de temps en temps (rire), ce qui forcément ne peut pas être (rire) caractérisé comme une bonne gouvernance. Donc une fois qu'AAF arrive, on discute, je suis nommé administrateur délégué, j'ai un salaire et voilà. A la fin du mois j'ai un traitement comme tout le monde. Ensuite...le suivi des dépenses est plus rigoureux c'est-à-dire qu'on sait exactement sur quoi on dépense l'argent. On a mis en place les procédures. Plus d'achat sur un coup de tête. Et puis après on a la facture ou bien on ne l'a pas ; non ! Donc ça a été très important de ce côté-là ; la mise en place des procédures, de l'organisation c'est quelque chose qui a d'ailleurs beaucoup allégé ma tâche en tant que directeur, parce que bon...tout ne tombe pas sur ma tête seule quoi. Il y a un comptable compétent, il y a tant de personnes »<sup>31</sup>.*

Dans cet entretien apparaît le passage d'un mode de rémunération « patrimonial » où le dirigeant se sert sur le chiffre d'affaire de l'entreprise à un mode salarial et incitatif. Dans le cas de la microfinance, Jean-Michel Servet note

*« L'éducation des masses invitées à devenir micro-entrepreneurs passe par un cloisonnement entre, d'un côté, leurs revenus privés et, de l'autre, le fond de roulement et le capital de l'unité*

<sup>30</sup> Entretien QS, directeur financier, SAFE, Le Cap, 17 mars 2015.

<sup>31</sup> Entretien téléphonique JM, directeur exécutif, West End Farms, 26 mai 2015.

*productrice qualifié d'entreprise. Cette ressource ne doit pas être mise au service de solidarités privées » (Servet 2006, 442).*

La séparation des ressources privées et des ressources de l'entreprise est donc un levier de valorisation du capital, mais aussi, un puissant outil d'apprentissage de « l'esprit du capitalisme ».

Plus généralement, les systèmes de rémunération constituent un outil important de rationalisation du travail à la fois au niveau des dirigeants et au niveau des employés. Premièrement au niveau des dirigeants, l'introduction de mécanismes de rémunération indexés sur les performances financières de l'entreprise constitue un vecteur privilégié d'alignement des intérêts avec les gestionnaires comme l'illustre le cas du directeur exécutif de l'entreprise Capespan, détenue majoritairement par Cédre Investments :

*« AD: Comment est mis en place l'alignement d'intérêts entre vous (les dirigeants) et Cédre?*

*JD : Trois aspects. Un, ils nous paient des rémunérations corrélées au marché pour atteindre nos objectifs. Deux, ils nous versent des bonus si on atteint nos objectifs annuels. Et si nous surpassons les objectifs ça peut faire beaucoup d'argent. Trois, ils nous donnent des options sur des actions de l'entreprise. A la retraite ça peut être une pension. C'est comme ça qu'ils alignent »<sup>32</sup>.*

Deuxièmement, au niveau du personnel d'encadrement ainsi que des managers les gestionnaires introduisent des mécanismes de rémunération liés à des objectifs. Dans le cas du fonds Granary investments les managers des exploitations agricoles sont rémunérés sur une base fixe en plus de laquelle ils reçoivent un important bonus en cas d'atteinte des objectifs définis dans le cadre de leur budget annuel. Au sein des exploitations agricoles du CroissanceFutureAgri Fund I, les opérateurs ont mis en œuvre un système de bonus à trois niveaux, et l'objectif revendiqué par le directeur financier est de décliner le système de rémunération aux performances pour toutes les tâches des managers agricoles :

*« AD: Est-ce que vous versez des primes aux managers?*

*QS : Nous avons un système de prime dit 3P : performance individuelle, performance de l'exploitation et performance de l'entreprise. Et nous évaluons les managers de terrain sur cette base. Mais nous décomposons encore plus. Nous regardons...les revenus et nous leur (aux managers) disons, ça c'est le nombre de cartons et ça c'est le nombre d'hectares. Mais ces hectares sont génériques. Donc s'il y a 100 hectares plantés, mais 20 hectares sont des jeunes plants, il n'y a plus que 80 hectares plus 20 hectares à moitié productifs, donc nous les évaluons sur 90 hectares. Mais ce que nous voulons faire maintenant, c'est prendre certains postes de dépense comme les salaires et les décomposer : quel pourcentage de ce salaire est versé en prime ? Quel pourcentage des salaires est lié à la récolte ? Parce que c'est notre*

---

<sup>32</sup> Entretien JD, directeur exécutif, Capespan, Le Cap, 19 mars 2015.

*dépense principale. Donc nous avons construit des ratios et des indicateurs génériques, et maintenant nous cherchons à décomposer davantage les principaux postes de dépense »<sup>33</sup>.*

Ainsi, à travers cet extrait d'entretien perce une politique de décomposition et de réduction systématique des coûts entrepris par les gestionnaires et leurs opérateurs. Dans l'entreprise Faucon, les bonus des managers sont calculés à 50% par rapport au bénéfice avant intérêt et impôt (EBIT) de leur exploitation et à 50% par rapport à l'EBIT de l'entreprise. Ces « politiques de rémunération collective » permettent « d'utiliser la pression du groupe sur les individus » (Chambost 2013, 12).

Troisièmement, le système de rémunération des travailleurs agricoles est aussi de plus en plus flexible et indexé sur les performances individuelles. Au sein de l'entreprise Dew Crisp, le principe d'une rémunération égale pour tous les employés a ainsi été remis en cause sous l'impulsion de la société de gestion Agri-life FM. L'autorité du syndicat majoritaire de travailleurs agricoles a été court-circuité par la direction de l'entreprise afin d'introduire des mécanismes de rémunération individualisée :

*« Le syndicat des travailleurs n'a plus la majorité, parce que les gens ne veulent plus appartenir au syndicat et donc c'est plus facile pour nous de leur dire : nous voulons vous payer selon si vous travaillez intelligemment et si vous travaillez dur. Nous ne voulons pas vous payer selon ce que dit le syndicat où tout le monde doit recevoir le même salaire. Nous voulons payer les gens qui travaillent réellement dur...et de manière efficace »<sup>34</sup>.*

Cette politique de « l'éclatement des collectifs » (Chambost 2013, 11) permet d'une part d'articuler la gestion du personnel aux objectifs de la création de valeur actionnariale et une remise en cause des mécanismes de cohésion salariale d'autre part. Outre les bonus financiers, les gestionnaires mobilisent d'autres outils incitatifs à l'égard des travailleurs des entreprises-cibles. Par exemple, la société de gestion FUU a mis en place un système de couverture médicale destiné aux employés des exploitations agricoles de son portefeuille. Pourtant dans les deux fermes où cette assurance médicale a été mise en place, 114 travailleurs permanents en ont bénéficié en 2013 sur un total de 287 travailleurs. En effet, le gestionnaire a posé plusieurs conditions qui restreignent l'accès au système de couverture à savoir une ancienneté de plus de deux ans et la non-participation à une grève. Ainsi, les programmes dits sociaux participent à l'individualisation des rémunérations et à la « disciplinarisation » du travail (Maugeri et Metzger 2013).

Plus rarement dans notre panel le binôme gestionnaire-dirigeant a recours à la sous-traitance pour assurer les tâches opérationnelles au sein des entreprises-cibles. La société de gestion russellwater par exemple a développé un modèle original d'externalisation des opérations à travers la promotion d'entreprises de sous-traitance agricole. Celles-ci sont créées par d'anciens managers agricoles qui

---

<sup>33</sup> Entretien QS, directeur financier, SAFE, Le Cap, 17 mars 2015.

<sup>34</sup> Entretien JC, directeur financier, Dew Crisp, Muldersdrift, 9 mars 2015.

sont poussés par le gestionnaire à passer à leur compte et auxquels il cède leur équipement (moissonneuse batteuse, tracteurs, etc.) dans le cadre de prêts préférentiels sur 5 ans. Les modalités de ce nouveau partenariat sont alors formalisées dans un contrat qui garantit la primauté à russellwater au détriment des autres clients du prestataire et définit des tâches précises à la charge du prestataire. Le gestionnaire externalise ainsi la gestion du personnel d'une part et la dépréciation comptable de l'équipement agricole qui venait grever son bilan d'autre part. Le modèle développé par russellwater constitue une innovation importante dans le secteur agricole sud-africain où le recours informel à une main d'œuvre saisonnière, précaire et migrante reste le réservoir de main d'œuvre privilégié par les producteurs au détriment de la sous-traitance contractuelle (Pons-Vignon et Anseeuw 2009).

Le processus de rationalisation du travail au sein des entreprises-cibles transforme donc en profondeur les formes et la gestion du travail. Comme le souligne Olivier Weinstein ces « *dispositifs d'incitation et de contrôle interne* » ont pour point commun de faire « *entrer les marchés dans la firme* » qu'il s'agisse de firme « chandlérienne » très intégrée comme Capespan, de petites et moyennes entreprises comme Dew Crisp ou bien d'exploitations agricoles sud-africaines comme celles de FUU (Weinstein 2010). L'introduction de ces instruments de management est un ressort de la domination actionnariale puisqu'ils participent à la production des « dispositions » des acteurs au sein de l'entreprise (Maugeri 2008), c'est-à-dire la mise en adéquation des intérêts des employés et des cadres avec les principes de la valeur actionnariale. Il s'agit donc de faire converger les différentes entreprises-cibles vers un modèle de gouvernance entrepreneuriale impersonnel indépendamment des personnes qui peuplent l'entreprise, où celle-ci est mise « sur pilote automatique » en vue de la rentabilité financière :

*« JR : Simplement en amenant un investisseur de private equity tu introduis une nouvelle discipline. Tu apportes un regard frais au lieu du « grand père a dit que nous devons faire comme ceci ou comme cela ». Donc tu apportes cet état d'esprit qui conduit l'entreprise vers la prochaine étape. Les business familiaux finissent par se détruire eux-mêmes. En se développant jusqu'à un point où la gouvernance et la...délégation de responsabilité sont inappropriées pour faire grandir le business. Les investisseurs de private equity résolvent ça en introduisant un nouveau modèle de gestion »<sup>35</sup>.*

Le processus de rationalisation repose sur la chaîne de contrôle actionnariale que nous avons analysée au chapitre précédent laquelle inclut le conseil d'administration, le directeur financier, les auditeurs externes mais aussi l'ensemble du personnel des entreprises-cibles qui est invité à contribuer à la production des indicateurs de performance et à leur auto-évaluation. Ainsi toute l'infrastructure du contrôle à distance participe aussi à la valorisation de l'entreprise-cible.

---

<sup>35</sup> Entretien HP, chargé d'investissement, DBSA, Johannesburg, 6 mars 2015.

### 3.2. Optimisation des ressources financières

Outre la rationalisation du travail, les gestionnaires se focalisent aussi sur « l'optimisation » des flux de trésorerie à la fois de l'entreprise vers les partenaires commerciaux et de l'entreprise vers les actionnaires. En effet, l'essor du contrôle de gestion dans les entreprises est un rouage essentiel de la domination actionnariale. Selon Salvatore Maugeri, l'« *impérialisme actionnarial* » repose largement sur les « *dispositifs de gestion* » entendus par l'auteur comme des « *technologies sociales à vocation politique* » (Maugeri 2008, 160). Le contrôle sur les flux de trésorerie commerciaux se traduit concrètement par l'adoption de procédures formalisées pour la sélection des partenaires de l'entreprise. Au sein de Dew Crisp par exemple, le directeur financier a mis en œuvre une procédure d'appel d'offre afin d'introduire de la concurrence dans la sélection des fournisseurs. Les décaissements sont donc conditionnés par la mise en œuvre standardisée des principes de la libre concurrence au détriment du « flair » des agriculteurs. Par ailleurs, les gestionnaires adoptent à l'échelle des entreprises des mécanismes de gestion des risques des flux de trésorerie. Par exemple la société de gestion russellwater couvre les dépenses effectuées chaque saison sur leurs exploitations (engrais, semences, entretien, cout du personnel) en prenant des positions d'une grandeur équivalente sur le marché à terme agricole sud-africain, la SAFEX. Le contrat noué sur la SAFEX garanti donc au minimum le remboursement des frais engagés par le gestionnaire même dans un contexte commercial défavorable aux producteurs de grains.

Le processus d'optimisation des flux de trésorerie a par ailleurs des répercussions sur l'architecture entrepreneuriale. Concrètement, les gestionnaires entreprennent des stratégies de groupage *-bundle-* ou de dégroupage *-unbundle-* de certains actifs et certaines activités de l'entreprise pour augmenter la valeur totale de celle-ci. Agri-life FM par exemple, toujours dans le cas de Dew Crisp a séparé les activités de production et les titres de propriété détenus par l'entreprise. Un fonds immobilier a ainsi été créé de toutes pièces, en parallèle de l'entreprise, afin de valoriser séparément le foncier agricole d'une part et les activités de production agricole d'autre part. De son côté, Cédre a adopté une stratégie de dégroupage des actions « héritées » des anciennes coopératives de producteurs (voir encadré 5.3).

#### Encadré 5.3: Arbitrage et dégroupage de Cédre

La société de gestion Cédre, à la suite de son entrée au capital des anciennes coopératives Kaap Agri et KWV, a encouragé les dirigeants à céder les paquets d'actions inscrits au bilan de ces entreprises. Depuis les années 1990 celles-ci détenaient des parts dans Pioneer foods et Distell, deux anciennes « coopératives secondaires » c'est-à-dire des coopératives dont les coopérateurs étaient les coopératives de producteurs. Les actions sont dégroupées, c'est-à-dire qu'elles sont transférées aux bilans de deux véhicules financiers spécialement créés pour l'occasion, dont l'un a été coté en bourse afin de valoriser les actions à leur juste valeur.

Ce type de structure bicéphale, qualifiée parfois de modèle « Opco-Propco » (Isakson 2014), est un instrument privilégié de maximisation de la valeur actionnariale dans les entreprises. Les entreprises hôtelières par exemple ou les enseignes de la grande distribution comme les supermarchés britanniques Somerfield ont cédé leurs murs à des fonds dédiés (Burch et Lawrence 2012). Les gestionnaires des fonds et des firmes de *private equity* adoptent ainsi la conception de l'entreprise que Capron a qualifiée de « liasse d'actifs » -*bundle of assets* (Capron 2005), selon laquelle une entreprise, comme une exploitation agricole par exemple, est la somme d'actifs indépendants que l'on pourrait séparer les uns des autres : des titres de propriétés sur le foncier, des droits d'usage de l'eau, un actif biologique (le sol) et un flux de trésorerie. L'adoption du modèle opco-propco permettrait tout d'abord de mieux valoriser les entreprises puisque la somme des parties serait supérieure à la valeur de l'ensemble. Par ailleurs, les stratégies de dégroupage ont des répercussions sur la gouvernance de l'entreprise puisque dorénavant les dirigeants ne peuvent plus « se cacher » derrière l'appréciation des actifs immobiliers ou des actions et sont évalués sur leur capacité réelle à créer de la valeur.

Ensuite les gestionnaires mettent en œuvre des stratégies d'optimisation fiscale soit sous la forme d'une délocalisation du siège social de l'entreprise soit à travers des stratégies de consolidation de bilans. Premièrement, plusieurs gestionnaires de notre panel ont choisi d'enregistrer leurs entreprises dans des législations off-shore. La société de gestion russellwater les a ainsi enregistré à l'Île Maurice afin de bénéficier d'une législation fiscale plus avantageuse aux mouvements de capitaux. Deuxièmement, les gestionnaires entreprennent parfois des consolidations de leurs différentes entreprises pour des motifs fiscaux (Benquet 2015). Les gestionnaires de Granary Investments qui avaient à l'origine décidé de créer trois entités autonomes correspondant chacune à un « hub » régional d'exploitations agricoles ont finalement regroupé deux d'entre elles en 2014. En effet, l'une des deux allait entrer dans la fenêtre d'imposition en vertu de son ratio dette/capital et en regroupant les deux, les gestionnaires se sont assurés de prolonger la période d'exonération fiscale:

*« La consolidation de l'entreprise Granary Orange à l'intérieur de la société mère Granary Normandien est presque terminée et les propriétés ont été transférées. Le formulaire de l'impôt sur la valeur ajoutée et les audits finaux ont été réalisés sans qu'aucune taxe n'ait été payée aux autorités fiscales sud-africaines. Le retrait de Granary Orange de la commission sur les droits de propriété intellectuelle a commencé. A terme, nous souhaitons aussi consolider Granary Waterberg dans Granary Normandien une fois que nous aurons utilisé toutes les autres exonérations fiscales » (Russellwater2014, 10).*

Outre la rationalisation et l'optimisation des flux de trésorerie internes, les gestionnaires cherchent aussi parfois à établir un flux financier de l'entreprise vers les actionnaires. Dans nos études de cas, le versement de dividendes n'occupe pas une place prépondérante dans la ponction des actionnaires et

des investisseurs sur l'entreprise-cible comme c'est le cas pour le dispositif du *Leverage Buy-Out*<sup>36</sup>. Néanmoins, la mise en place d'une politique de dividendes « lisible » participe à l'effort de rationalisation des entreprises, et, le versement de dividendes est un indicateur de la bonne gouvernance entrepreneuriale au même titre qu'un conseil d'administration indépendant par exemple. Par ailleurs, le versement de dividendes constitue un indicateur de performance et d'évaluation des dirigeants d'entreprises<sup>37</sup>. Les politiques de dividendes mises en place sont encadrées par les critères de bonne gouvernance en vigueur sur les marchés financiers:

*« AD : Est-ce que vous avez mis en place une politique de dividendes ?*

*JD : Et bien, l'entreprise avait une politique de dividendes pathétique. Ils payaient 5 centimes par action lorsque je suis arrivé. Et j'ai demandé : quelle est la politique de dividendes ? Et ils m'ont répondu nous avons décidé de ce que devrait être le dividende et nous nous y sommes tenu. J'ai dit non, il nous faut un ratio de couverture de dividende<sup>38</sup>. Et le nôtre, c'est 2,75. A la fin de l'année tu divises par 2,75 et tu obtiens le dividende. Il faut créer un flux de dividendes si tu es un investisseur...Si tu sers tes investisseurs »<sup>39</sup>.*

Au sein de notre panel, il existe quelques exceptions pour lesquelles le versement de dividendes reste un vecteur de rémunération du fonds ou de la firme d'investissement. C'est par exemple l'un des flux privilégiés de la rémunération de Cédre Investments et de Melasse PE Fund II. En effet, dans le cadre des stratégies de « dégroupage » mises en œuvre à leur initiative dans les entreprises Kaap Agri et Senwes dont elles étaient des actionnaires, elles ont bénéficié de « dividendes exceptionnels » reversés ensuite à leurs propres actionnaires.

Enfin, la société de gestion FUU a mis en place un système de rémunération original du fonds CroissanceFutureAgri Fund I qui repose sur la location de ses exploitations agricoles à des opérateurs et le versement d'un loyer annuel. Grâce à ce loyer indexé sur l'inflation, le gestionnaire perçoit un flux de revenu fixe et régulier indépendamment des aléas de la production agricole et du marché des exploitations agricoles :

*« AD : Quelles sont vos stratégies de sortie ?*

*DV : C'est un peu différent du private equity, parce qu'avec le private equity tu démarres avec un taux de croissance très important puis il se stabilise. A l'inverse, dans notre cas c'est beaucoup plus stable parce que tu as le flux de revenus qui est indexé sur l'inflation (...) La sortie la plus probable sera de racheter les exploitations dans un nouveau fonds, un fonds de*

<sup>36</sup> Dans ce cas les dividendes sont ponctionnés sur l'entreprise afin de rembourser l'endettement contracté par la société de gestion (Foureaux 2014).

<sup>37</sup> « Ce qui les intéresse le plus (les gestionnaires de Cédre) et à quoi ils sont très sensibles ce sont les dividendes versés. Ils nous ont poussé à passer d'un ratio (revenu net/dividende) de 6 à 3. C'est une bonne chose parce que ça met plus de pression sur le management pour réussir ». Entretien SW, directeur exécutif, Kaap Agri, Malmerbury, 7 août 2014.

<sup>38</sup> Le ratio « couverture de dividende » équivaut à : bénéfice net de l'entreprise/dividende versé aux actionnaires.

<sup>39</sup> Entretien JD, directeur exécutif, Capespan, Le Cap, 19 mars 2015.

*succession. Parce que en tant que fonds de pension, pourquoi est-ce que tu voudrais vendre un flux de loyer indexé. Ça n'a pas de sens* »<sup>40</sup>.

Le processus de rationalisation des entreprises-cibles permet d'une part d'exercer un contrôle à distance car les outils de gestion introduits « *encadrent, contrôlent et évaluent* » (Maugeri 2006). Mais la rationalisation des entreprises est d'autre part un levier commercial pour les gestionnaires, au même titre que les outils d'évaluation ou de croissance, car l'introduction des instruments de la valeur actionnariale rend possible le contrôle et la ponction financière des actionnaires. Ainsi, l'introduction de ces outils s'apparente à un « investissement de forme<sup>41</sup> » qui rend les entreprises-cibles légitimes et attractives sur le marché global des entreprises. C'est le point de vue défendu par le directeur financier de l'entreprise Dew Crisp :

*« JR : C'est beaucoup plus facile de vendre un business, d'augmenter la valeur de ce business, lorsqu'il y a un vrai système de contrôle en place. C'est plus difficile à vendre lorsqu'il n'y en a pas. En tant que dirigeants ou les propriétaires du business, en tant que Michael et Bruce (les deux dirigeants), leur intention n'était pas nécessairement de vendre le business dans les 5 ans, c'est leur cœur, c'est leur business. Agri-life vient de l'industrie du private equity, met de l'argent, développe le business puis se retire. Donc ce sont eux qui veulent vraiment développer la gouvernance d'entreprise, contribuer à la profitabilité, augmenter la valeur des parts. Donc oui, Agri-life est la partie du business qui...qui force ce type de changement »*<sup>42</sup>.

Finalement à travers ce processus de rationalisation et d'optimisation du travail d'une part, des flux de trésorerie d'autre part les entreprises-cibles tendent vers le modèle organisationnel des investisseurs et des sociétés de gestion. Progressivement il se met donc en place au sein des filières du *private equity* une solidarité organisationnelle orientée vers la seule rentabilité financière. Sabine Montagne note elle aussi ce mécanisme de « *convergence organisationnelle* » au niveau des gestionnaires et des entreprises-cibles (Montagne 2006, 198/199). Néanmoins, le dispositif du *private equity* se distingue par le caractère autoritaire de la convergence au niveau de l'entreprise-cible qui répond à une injonction du gestionnaire, tandis que dans le cas des travaux de Sabine Montagne la convergence est le fruit d'une « normalisation par le bas ».

#### 4. La revente des entreprises-cibles

La cession par le gestionnaire des parts de l'entreprise-cible constitue l'aboutissement du processus de création de valeur. A cette occasion, la plus-value se matérialise dans l'écart entre les prix d'achat et

---

<sup>40</sup> Entretien DV, partenaire senior, FUU, Le Cap, 16 mars 2015.

<sup>41</sup> Les investissements de forme sont des « *opérations qui doivent être engagées pour que les biens acquièrent de la généralité (de l'objectivité) par l'établissement de rapports d'équivalence* » (Eymard-Duvernay 1989, 334).

<sup>42</sup> Entretien JR, directeur financier, Dew Crisp, Muldersdrift, 9 mars 2015.



de vente des parts de l'entreprise<sup>43</sup>. Le *private equity* est « un mode de détention transitoire » (Bedu et Montalban 2009) et dès les prémices de l'investissement, lors des *due diligences*, les gestionnaires préparent des scénarios de sortie c'est à dire qu'ils établissent le profil des potentiels repreneurs. Dans un premier temps, nous reviendrons sur les scénarios communs aux fonds et firmes de notre panel. Puis dans un deuxième temps, nous verrons comment le processus de création de valeur est orienté vers l'intégration des entreprises dans les chaînes de valeur mondiales.

#### Encadré 5.4: Les limites de l'analyse empirique des sorties d'investissement

La phase de la sortie des investissements constitue l'angle mort empirique de notre recherche. En vertu de la temporalité des fonds et des firmes de *private equity* sur lesquelles nous avons travaillé d'une part et de la fenêtre de recherche d'autre part, je n'ai pu observer directement ces sorties, si ce n'est dans quelques situations de « crises » (ex. Cédre). Par conséquent, l'analyse de cette dernière phase dans le travail des gestionnaires du *private equity* porte davantage sur les stratégies et les représentations qu'en ont les acteurs et sur lesquelles nous avons pu échanger dans le cadre de nos entretiens. La question relative à la capacité réelle des gestionnaires à créer de la valeur et à rémunérer leurs investisseurs est donc laissée à d'autres. Il est intéressant de souligner qu'au-delà de mon seul panel, c'est toute l'industrie du *private equity* en Afrique sub-saharienne qui manque de recul sur elle-même. Par exemple, sur les 41 fonds dans lesquels la Banque Africaine de Développement a investi sur le continent en 2012, seulement 4 sont arrivés à leur terme avec des taux de rentabilité internes qui oscillent entre 3.4% et 22% (BAD 2012).

Au sein de notre panel si nous ne disposons pas systématiquement des données relatives aux taux de rentabilité internes atteints, nous pouvons néanmoins donner quelques données pour illustrer les résultats inégaux des tentatives de valorisation du capital entreprises par les différents gestionnaires :

- La valeur estimée en septembre 2014 des actifs du fonds Granary Investments, créée en 2008, avait reculé de 2,7% en dollars (contre une augmentation de 42,47% en rands).
- En mars 2015, le CroissanceFutureAgri Fund I, créée en 2010 affichait un taux de rentabilité interne de 7,26% (soit un taux inférieur à l'objectif affiché de 10%+inflation).
- Enfin, à la fin de l'année 2014, le Agri-life Fund, lancé en 2008, affichait un taux de rentabilité interne très variable d'une entreprise à l'autre : 2,16% pour Africa Juice (en dollars), 13,4% pour Dew Crisp (en rands), 5,53% pour Hygrotech (en rands).

#### **4.1. Les scénarios de sortie des entreprises**

Lorsqu'on évoque avec les gestionnaires leurs options de sortie des entreprises de leur portefeuille, quatre scénarios privilégiés sont évoqués: une cotation sur les marchés boursiers ; la vente de

<sup>43</sup> A l'exception de Cédre Investments ou du CroissanceFutureAgri Fund I où les dividendes ou les loyers versés représentent une portion importante de la valeur créée.

l'entreprise à un second fonds de capital-investissement ; la vente à un acteur agricole ou agroindustriel majeur ; le rachat des parts par les dirigeants de l'entreprise.

Premièrement, au vue de la taille des transactions et du faible développement des marchés boursiers en Afrique sub-saharienne (Mvogo 2012), la cotation n'est pas souvent envisagée dans nos études de cas, pas même pour les plus grosses entreprises. En Afrique du sud où les marchés financiers sont plus développés, la croyance est forte, parmi les dirigeants et les gestionnaires, en l'incapacité des marchés boursiers à valoriser les entreprises agricoles et agroalimentaires à leur juste valeur<sup>44</sup>. En effet, le cycle d'activité saisonnier et les aléas climatiques qui caractérisent l'agriculture entraveraient la valorisation de ces entreprises. L'entreprise Afgri, cotée sur le JSE de 1996 à 2014, constitue un contre-modèle souvent évoqué<sup>45</sup>.

Deuxièmement, la revente des parts à une entreprise transnationale agroalimentaire apparaît à l'inverse comme l'option la plus crédible aux yeux des sociétés de gestion. Le gestionnaire de *private equity* offre ainsi l'opportunité aux acteurs dominants de l'agroalimentaire mondial de s'implanter ou de développer leurs activités sur de nouveaux marchés en leur fournissant une filiale « clef en main ». C'est le cas du gestionnaire du fonds Goldenlands qui cible explicitement les industriels agroalimentaires pour la revente de son entreprise avicole zambienne :

*« TD : Si tu prends par exemple le business avicole. Qu'est-ce que tu es en train de faire dans un pays comme celui-là ? Oui, il y a beaucoup de haut et de bas et ça prend du temps, mais une fois que tu es établi, tu as toutes les entreprises avicoles cotées sur le JSE, et tu as toutes les grosses compagnies avicoles internationales en provenance d'Asie. Ils savent que c'est très difficile de démarrer un business depuis zéro... Nous avons commencé il y a seulement 2 ans, et il y a déjà des personnes qui frappent à la porte....Parce qu'ils peuvent voir que le plus dur a été fait. Donc je pense...qu'il y a plein de grands garçons qui voudraient acheter quelque chose comme ça »<sup>46</sup>.*

Comme le reconnaît le gestionnaire, l'industrie avicole est particulièrement concurrentielle au niveau mondial et offre donc des possibilités de sortie avantageuse.

Troisièmement, les gestionnaires se tournent parfois vers des fonds ou des firmes de *private equity* dans le cadre d'une « transaction secondaire » :

---

<sup>44</sup> Il existe cependant quelques exceptions comme l'entreprise sud-africaine Capevin Holdings qui a été introduite sur le JSE par la société de gestion Cèdre (Cèdre 2013). Toutefois cette entreprise n'a pas d'activités productives mais détient seulement des parts dans l'entreprise Distell qui produit et distribue des boissons alcoolisées.

<sup>45</sup> *« AD : Pourquoi est-ce Senwes n'est jamais entrée en bourse comme Afgri ?*

*CK : Nous l'avons envisagé une dizaine de fois mais il y a plusieurs problèmes et d'abord le côté cyclique de l'agriculture...comme on l'a vu ces deux dernières années avec la sécheresse. Mais ça les actionnaires ne le comprennent pas parce qu'ils veulent de la croissance réelle. Pour Afgri dans une mauvaise saison le gâteau est divisé par deux et ça n'a rien à voir avec le fait que c'est une bonne entreprise ou non. Donc le marché ne paye pas très bien pour une entreprise agricole ».* Entretien KG, directeur financier, Senwes, Klersdorp, 11 août 2014.

<sup>46</sup> Entretien téléphonique, TD, directeur de la recherche agricole, Goldenstreet Capital, 27 mars 2015.

- le fonds AAF a racheté les parts de l'entreprise zambienne Golden Lay à la société d'investissement Aureos en 2012 après que celle-ci soit restée six ans au capital de l'entreprise ;
- la firme d'investissement Integrity a cédé en 2014 les 20% qu'elle détenait dans l'entreprise de services agricoles sud-africaine Overberg Agri au fonds Glands Private Equity ;
- l'entreprise El Ranch au Swaziland est passée des mains de la société de gestion Emvest à celles des sociétés de gestion FUU et CroissanceFuture en 2013.

Les gestionnaires de *private equity* en Afrique sub-saharienne partagent les mêmes réseaux et les mêmes références cognitives ce qui facilite la circulation d'une entreprise-cible d'un fonds à l'autre. Ainsi pour l'entreprise Overberg, l'objectif affiché par le gestionnaire d'Glands est de poursuivre et d'approfondir la stratégie de valorisation entreprise par le binôme de gestionnaires Cédre et Integrity.

Quatrièmement, la dernière sortie privilégiée consiste à vendre, ou revendre, les parts de l'entreprise aux dirigeants selon des modalités fixées à l'avance. Parfois les pactes d'actionnaires incluent des clauses de rachat préférentiel en faveur des entrepreneurs qu'ils sont libres de lever ou pas. C'est le cas par exemple du contrat signé entre le fonds AAF-SME et l'entreprise malgache Guanomad comme l'explique leur directeur financier :

*« AD : Est ce que les options de sorties ont déjà été discutés ?*

*AR : En fait c'est une condition qui a été négociée dans le deal initial. Au bout de 5 ans on devrait être capable de racheter des parts et de reprendre les actions de l'entreprise. Parce qu'ils ne sont mandatés que pour 5 ans à la base. Ce sont des exigences du fonds. Et, dans ce sens-là, ils ont dès le début négocié comment vont se présenter les conditions de sortie et ils nous ont fait une proposition par rapport à la méthode de calcul de la valeur de sortie »<sup>47</sup>.*

La mise en œuvre effective des scénarios de sortie élaborés est cependant loin d'être automatique. Si les gestionnaires mettent en avant leur capacité à créer de la valeur, leur travail de valorisation est dépendant des cycles du marché des entreprises. Parfois les gestionnaires sont donc pris entre un impératif de vente en vertu de la durée de vie limitée des fonds et les mauvaises conditions du marché<sup>48</sup>. Dans certains partenariats, les dirigeants d'entreprise disposent d'un droit de veto contractuel ou tout du moins d'un droit de regard sur l'identité du repreneur<sup>49</sup> ce qui peut compliquer encore davantage la sortie du fonds ou de la firme de *private equity*.

---

<sup>47</sup> Entretien téléphonique AR, directeur financier, Guanomad, 4 mars 2015.

<sup>48</sup> A l'inverse la valorisation d'une entreprise est parfois purement spéculative, c'est-à-dire qu'elle découle de la seule croissance du marché des entreprises.

<sup>49</sup> « AD: Est-ce que vous avez discuté des options de sortie?

KL : Nous avons des mécanismes de protection dans le contrat d'actionariat en ce qui concerne le repreneur. Nous avons un droit de veto si quelqu'un leur apporte l'argent et que nous pouvons nous aligner, c'est-à-dire racheter les parts nous-mêmes. Et puis notre avis compte...je ne suis pas sûr de son caractère contraignant...à propos de qui entre dans le business ». Entretien téléphonique KL, directeur exécutif, Fairfield Dairy, 26 mars 2015.

Pour faire face à ces contradictions les statuts des partenariats gestionnaire-investisseurs incluent en général deux années optionnelles afin de se prémunir contre une vente à perte. Les gestionnaires ont aussi recours à une autre technique qui consiste à céder les parts de l'entreprise à un second fonds dont ils assurent aussi la gestion. Un tel mécanisme permet alors de créer de la valeur artificiellement puisque les gestionnaires se revendent les entreprises à eux-mêmes et peuvent ainsi dégager une plus-value pour les investisseurs du premier fonds. Le gestionnaire du Agri-life Fund I envisage par exemple de racheter lui-même l'entreprise sud-africaine HIK Abalone dans le cadre d'un Agri-life Fund II qui est, en 2015, en cours de montage. En théorie, le transfert doit permettre de verser une plus-value aux investisseurs du fonds I et, aux investisseurs du fonds II, de bénéficier des retombées des investissements de modernisation et de développement des infrastructures réalisées.

La revente des entreprises du portefeuille et la liquidation du fonds ou de la firme d'investissement marque la fin de l'alliance entre le gestionnaire et les investisseurs et la mort « naturelle » des filières agro-financières du *private equity*. A ce moment les investisseurs récupèrent les capitaux initialement investis tandis que la plus-value est répartie entre les pourvoyeurs de capitaux et les gestionnaires. En vertu du mécanisme de rémunération dominant dans l'industrie du *private equity*, les détenteurs des capitaux captent la plus grosse part de la plus-value (80%) tandis que les gestionnaires s'octroient le complément (20%). Ce système de répartition reconnaît d'une part que les investisseurs supportent l'essentiel des risques et subissent l'absence de liquidité inhérente au dispositif du *private equity* et à ce titre, ils en sont les principaux bénéficiaires. Mais d'autre part, les gestionnaires sont reconnus comme les producteurs légitimes de la plus-value.

#### 4.2. Insérer les entreprises dans les chaînes de valeur globales

Les gestionnaires de fonds et de firme d'investissement sont des professionnels de la vente des entreprises<sup>50</sup>. Ainsi, ils formatent les entreprises de leurs portefeuilles en anticipation de la demande qu'ils ont identifiée. La rationalisation des entreprises-cibles selon les principes de la valeur actionnariale à travers la nomination d'un directeur financier ou l'adoption de la méthode d'évaluation des flux de trésorerie actualisés participent d'un travail marchand. Il s'agit donc pour le gestionnaire d'attacher aux entreprises de son portefeuille des qualités et des « repères » (Karpik 2007) qui sont reconnus et valorisés sur les marchés où ils souhaitent les revendre. Les entreprises-cibles sont donc perçues comme des marchandises comme les autres.

Comme nous l'avons mentionné dans la partie précédente, les acquéreurs potentiels privilégiés par les gestionnaires sont les entreprises agroalimentaires et agroindustrielles transnationales. Par conséquent,

---

2.1. <sup>50</sup> « Ils ont tout fait pour nous aider à être prêt pour la revente de l'entreprise, de faire en sorte que personne ne soit irremplaçable, parce que les potentiels investisseurs n'aiment pas ça...que les fondateurs soient omniprésents dans une entreprise et restent actifs». Entretien BG, directeur exécutif, Dew Crisp, Le Cap, 18 juin 2014.

les gestionnaires du *private equity* ouvrent des fronts pionniers en Afrique sub-saharienne pour le développement des chaînes de valeur mondiales<sup>51</sup>.

En mettant l'accent au sein des entreprises-cibles sur l'introduction des instruments du contrôle à distance et sur l'adoption des bonnes pratiques environnementales et sociales notamment, les gestionnaires favorisent l'insertion future des entreprises agricoles et agroalimentaires africaines au sein des chaînes de valeur mondiales. Les gestionnaires de fonds et de firmes de *private equity* sont donc en quelque sorte des sous-traitants des entreprises transnationales dominantes dans le capitalisme mondial et régional. Les conglomérats agroalimentaires sud-africains, comme les entreprises Afgri ou Crookes Brothers par exemple, sont positionnés aux premières loges pour intégrer ces nouvelles filiales dans les pays africains limitrophes. Ainsi, il n'y a pas d'opposition entre le capitalisme financier, incarné par les fonds et les firmes de *private equity*, et capitalisme industriel, incarné par les conglomérats agroalimentaires, mais plutôt une complémentarité et une dépendance mutuelle.

Le rôle pionnier des gestionnaires de *private equity* est d'autant plus prégnant en Afrique sub-saharienne. En Europe et aux Etats-Unis le processus de rationalisation des entreprises en vue de la rentabilité financière a été largement impulsé par le développement des marchés boursiers d'une part et par les politiques publiques en faveur de la dérégulation financière d'autre part (Fligstein 1990). En revanche en Afrique sub-saharienne, exception faite de l'Afrique du sud, les marchés financiers en général restent peu développés et ils n'ont donc pas joué le même rôle disciplinaire sur la gouvernance d'entreprise. Par exemple les normes comptables de l'IASB ont été imposées aux entreprises cotées européennes à travers une directive européenne de 2002 (Capron 2005). A l'inverse, dans le cas de l'entreprise malgache Guanomad, c'est le gestionnaire du fonds AAF-SME qui a impulsé l'adoption de ces normes comptables caractéristiques du capitalisme financiarisé anglo-saxon (Chiapello 2005). La création de valeur par les gestionnaires de *private equity* en Afrique sub-saharienne revêt donc un caractère particulier par rapport au marché européen<sup>52</sup> ou même au marché sud-africain. En effet, le gestionnaire impose une discipline financière à travers l'introduction des « dispositifs de financiarisation » (Chambost 2013) que ni les marchés financiers ni les Etats n'ont imposée jusque-là.

---

<sup>51</sup> . L'OCDE donne la définition suivante des chaînes de valeur mondiales : « Une chaîne de valeur représente l'ensemble des activités menées par les entreprises pour amener un produit ou un service de sa conception à son utilisation finale par le consommateur final. À chaque étape de la chaîne, de la valeur est ajoutée sous une forme ou une autre. Sous l'effet de la délocalisation et de l'interconnectivité croissante, les activités qui forment les chaînes de valeur de nombreux produits et services sont de plus en plus fragmentées sur le globe et entre les entreprises. Diverses tâches tout au long de la chaîne de production peuvent être réalisées dans des endroits distants, en fonction des avantages comparatifs respectifs des différents pays » (OCDE 2013). L'organisation a fait de l'intégration des économies nationales et des acteurs économiques privés aux chaînes de valeur mondiales un objectif de développement à part entière (OCDE, 2013).

<sup>52</sup> Néanmoins dans le cas de la France Nicolas Bedu souligne : « l'originalité des LBO réside dans leur transposition à des entreprises ne versant pas de dividendes (ou très rarement), à l'actionnariat très concentré, peu ou pas exposées à des acquisitions hostiles, dont les dirigeants sont souvent les managers et dont les modes d'organisation sont faiblement influencés par les pratiques de gouvernance d'entreprises en termes de normes de valeur actionnariale. On appellera ainsi cette transposition la financiarisation des entreprises non cotées » (Bedu 2013, 63).

Mais en Afrique du sud aussi les gestionnaires jouent un rôle important de « médiateurs de financiarisation » (Pezet et Morales 2010) au sein d'entreprises particulières comme les exploitations agricoles ou les anciennes coopératives de producteurs qui étaient restées jusqu'à ce jour aux marges de la globalisation financière et des chaînes de valeur mondiales.

Le travail disciplinaire entrepris par les gestionnaires, qu'il soit mené contre le mode de gestion « familiale » d'une PME ou d'une exploitation agricole, ou bien contre l'héritage coopératif des entreprises de services agricoles sud-africaines, s'apparente à une tentative de « désencastrement » des entreprises-cibles. Les notions d'encastrement et de désencastrement ont été développées par Karl Polanyi pour rendre compte du rapport mouvant entre économie et société (Polanyi 1983). L'économie est historiquement encastree dans un tissu dense de relations sociales, et le désencastrement caractérise le double processus de différenciation des sphères économiques et sociales d'une part et l'avènement d'une société de marché dominée par un « ordre économique » d'autre part (Gayon et Lemoine 2014). Les gestionnaires de notre panel tentent « d'arracher » les entreprises-cibles du tissu social et politique dans lesquelles elles sont apparues et se sont développées pour les réinsérer dans les chaînes de valeur globales régies et orientées vers la seule recherche du profit. Les gestionnaires de fonds s'apparentent alors à de véritables « entrepreneurs institutionnels » de l'expansion de la finance (Kemp et Berkovich 2013) en diffusant une lecture anhistorique, désincarnée et globale de l'entreprise, laquelle est perçue comme une « liasse d'actifs » comme l'illustre le constat du directeur de l'entreprise SOMDIAA :

*« Ils (les gestionnaires) portent ainsi un regard nouveau sur la société, un regard libéré du poids de son histoire, de ses traditions, de ses gènes. Sans affect, professionnels, ils dissèquent l'entreprise, en bousculent les habitudes jusqu'au fin fond de l'Afrique » (Vilgrain 2011, 14).*

Ainsi, le travail de création de valeur entrepris par les gestionnaires en Afrique sub-saharienne se traduit par la constitution d'enclaves entrepreneuriales. Géraud Magrin définit l'enclave comme

*« une protection contre une altérité (proche) dont on souhaite s'éloigner et en échange des connexions grande distance » (Magrin 2013, 223).*

La constitution d'enclaves entrepreneuriales repose sur des « assemblages sociotechniques » globaux comme c'est le cas pour l'entreprise zambienne Faucon qui regroupe des agroindustriels sud-africains, des agriculteurs zimbabwéens et des capitaux sud-africains et européens (Chu 2013). De plus, la constitution d'enclaves repose sur la bureaucratie du *private equity* et notamment la bureaucratie environnementale et sociale, laquelle médiatise les relations entre l'entreprise et la société à travers des indicateurs chiffrés et contribue ainsi à produire de l'indifférence à l'égard des réalités sociales locales (Hibou 2012).

## 5. Conclusion du chapitre

Par-delà les différences en ce qui concerne les ressources des gestionnaires d'une part, le partenariat investisseur(s)-gestionnaire et leur politique d'investissement d'autre part, les sociétés de gestion de notre panel partagent très largement la même boîte à outils. Les instruments d'évaluation « financiarisés », l'apport de capitaux et d'un capital social en vue de la croissance des entreprises-cibles ou encore la rationalisation du travail et des flux de trésorerie sont au cœur du « modèle de valorisation » des entreprises-cibles par le *private equity*. Par rapport à ce modèle standard, les gestionnaires se distinguent les uns des autres selon l'intensité de leur engagement dans les entreprises-cibles, l'agencement des outils et des instruments et enfin la mobilisation d'outils innovants. A la marge, de « nouveaux » leviers de valorisation, comme les facilités d'assistance technique par exemple, émergent sur le marché du *private equity* en Afrique sub-saharienne.

Les transformations impulsées par le gestionnaire dans l'entreprise-cible constituent des « investissements de forme » qui les rendent attractives aux yeux des repreneurs potentiels. En l'occurrence les entreprises transnationales de l'agroalimentaire apparaissent comme les repreneurs privilégiés et les gestionnaires cherchent donc à faciliter l'insertion des entreprises-cibles dans les chaînes de valeur globale. Pour cela, les gestionnaires tendent à produire des enclaves entrepreneuriales, désencastrées de leur tissu social d'origine.

Le modèle de valorisation du *private equity* entretient enfin la croyance dans la capacité des gestionnaires à produire une valeur pour les investisseurs à *partir* d'une entreprise-cible. Pourtant Mohamed Oubenal a contesté la croyance entretenue par l'industrie financière dans la « surpuissance » du gestionnaire puisque le capital ne peut s'auto-accroître mais il a besoin de la production pour extraire une plus-value (Oubenal 2015).

Les filières agro-financières du *private equity* convertissent les entreprises agricoles et agroalimentaires en une marchandise financière. Mais au-delà des seules entreprises-cibles insérées dans les filières, l'essor de ces circuits de capitaux a des répercussions sur l'organisation économique, sociale et politique de l'agriculture comme nous allons le voir dans le chapitre suivant.

## Chapitre 6 : Du secteur à la classe d'actifs. Les mutations de l'agriculture en Afrique du sud

---

Les fonds et les firmes de *private equity* engagés dans l'agriculture constituent un modèle d'intermédiation financière original, aux côtés d'autres modèles comme l'intermédiation bancaire ou le micro-crédit, lequel remet en cause partiellement l'organisation économique, sociale et politique de l'agriculture. Comme nous l'avons vu au chapitre II il existe une affinité entre les circuits de capitaux et la structuration des secteurs économiques ; ainsi la dynamique de sectorisation de l'agriculture en Afrique du sud au cours du XXe siècle est alimentée par l'intermédiation financière de la *Land Bank*. Si la *Land Bank* a été un agent décisif de la sectorisation, dans quelle mesure les fonds et firmes de *private equity* entretiennent ou à l'inverse entravent cette dynamique ? A partir de l'exemple du secteur agricole sud-africain, nous souhaitons donc étudier dans ce chapitre les effets de transmission du dispositif *private equity* sur la structure économique et sociale. Mais les effets de transmission ne sont pas unidirectionnels et la mobilisation du dispositif *private equity* dans le secteur agricole contribue à le transformer en retour dans le cadre de la coévolution de l'intermédiation financière et de la structure macroéconomique.

Dans un premier temps, nous allons revenir sur les interactions entre les acteurs des filières du *private equity* d'une part et les institutions sectorielles d'autre part. Nous serons particulièrement attentifs aux relations qui se nouent entre les acteurs et les institutions de la profession agricole. Puis dans un deuxième temps nous analyserons le rôle moteur de l'Etat dans l'essor des filières du *private equity*. Progressivement le dispositif est reconnu comme un instrument de politique publique (Lascoumes et Galès 2004) et transforme les formes de gouvernement.

### 1. Vers une nouvelle architecture sectorielle de l'agriculture sud-africaine ?

Les fonds et les firmes de *private equity* de notre panel constituent une innovation au sein du secteur agricole sud-africain dont ils contribuent à remettre en cause le rapport de forces internes et le cadre de régulation. Les filières agro-financières du *private equity* sont des chaînes verticales dans lesquelles circulent des capitaux, des outils, des représentations et des « imaginaires » (Ortiz 2008) qui assignent des rôles particuliers aux acteurs en vue de la création de valeur. L'agriculture et les acteurs agricoles sont alors les leviers et les agents d'un processus de valorisation du capital. Toutefois comme le souligne Claude Dupuy et ses collègues, la domination de la finance sur l'économie prend des formes et des intensités variées selon les modèles de régulation sectorielle :



*« la pérennité de la valeur actionnariale et de l'influence de la finance dépend de la régulation publique et des rapports institués sectoriellement, qui permettent d'assurer simultanément cet impératif avec celui de l'investissement » (Dupuy, Montalban, et Moura 2011, 385).*

Ainsi, nous souhaitons analyser finement l'articulation entre les filières du *private equity* d'une part et les institutions sectorielles de l'agriculture sud-africaine d'autre part pour mieux comprendre la déclinaison sectorielle de la financiarisation.

Tout d'abord, les différentes filières agro-financière de notre panel convergent vers un « modèle de développement » agricole (Gras et Hernandez 2014) sous la forme d'une « agriculture de firme » (Hervieu et Purseigle 2009) qui se distingue du modèle dominant de l'exploitation agricole « commerciale » et indépendante. Selon la structure de leurs capitaux les agriculteurs commerciaux adoptent alors des stratégies différentes face aux filières du *private equity* qui oscillent entre intégration et résistance. De plus, l'essor des filières se traduit aussi par l'émergence de nouvelles formes de représentation de l'agriculture et des mondes agricoles sud-africains qui menace la domination des élites professionnelles agricoles. Les institutions sectorielles sont donc remises en cause au profit d'une organisation transectorielle de l'agriculture.

### **1.1. L'agriculture de firme comme modèle de développement**

Les filières agroalimentaires de notre panel véhiculent un modèle de développement agricole original proche de ce que Carla Gras et Valéria Hernandez ont qualifié dans le cas de l'Argentine de « modèle agribusiness », c'est-à-dire

*« un assemblage de pratiques, de relations et de représentations liées aux manières de faire et de concevoir l'agriculture en tant que business » (Gras et Hernandez 2014, 116).*

L'intégration des exploitations agricoles sud-africaines et africaines aux filières agro-financières du *private equity* va de pair avec une forme originale d'organisation du travail productif *sur* et *autour* des exploitations. Bertrand Hervieu et Francois Purseigle ont ébauché une typologie des formes d'agriculture contemporaine en distinguant l'agriculture familiale, l'agriculture de subsistance et l'agriculture de firme (Hervieu et Purseigle 2009)<sup>1</sup>. Les fonds et les firmes de *private equity* de notre panel promeuvent tous une agriculture de firme, laquelle permet d'articuler production agricole et valorisation du capital.

---

<sup>1</sup> Francois Purseigles et Bertrand Hervieu donnent la définition suivante de l'agriculture de firme : « *Celles-ci reposent d'une part, la multiplicité des unités de prise de décision, chacune ayant ses finalités propres, et d'autre part, sur une mobilisation conséquente de ressources matérielles et immatérielles nouvelles d'origine non agricole. Un autre élément caractéristique de ces agricultures de firme est un rapport au temps dominé par le primat du court-terme* » (Hervieu et Puseigle 2013, 247). Les auteurs distinguent par ailleurs 3 types d'agriculture de firme : « par délégation », « financière » et « souverainiste ».

Les fonds d'investissement dédiés aux exploitations sud-africaines, CroissanceFutureAgri Fund I et Granary Investments, ont ainsi recours à des opérateurs et des prestataires de services pour assurer les opérations de production et les travaux de modernisation sur leurs exploitations. Le CroissanceFuture Agri Fund I loue ses exploitations pour des périodes de 10 ans à des entreprises de production spécialisées, tandis que Granary investments a plutôt recours à des prestataires de services tout en conservant le pilotage des opérations. D'une part, tous deux séparent, à des degrés différents, la propriété d'un côté et les activités de production de l'autre. D'autre part, ils mobilisent des entreprises extérieures spécialisées dans la production primaire agricole pour le compte d'un tiers. L'essor des fonds et des firmes de *private equity* dédiés aux exploitations agricoles se traduit donc par l'essor d'« entreprises agricoles en réseau » comme les ont définies Eve-Anne Buhler et ses collègues :

*« l'organisation en réseau se caractérise par une tertiarisation, ou out-sourcing, de la quasi-intégralité du processus de production agricole, l'entreprise gestionnaire ayant avant tout pour rôle de passer contrat avec différents prestataires de services et fournisseurs d'actifs, et de coordonner leurs actions »* (Bulher, Guibert, et Requier-Desjardins 2012, 16)<sup>2</sup>.

Il est intéressant de se pencher sur le profil des prestataires de services agricoles et sur les procédures de sélection dans le cas du CroissanceFutureAgri Fund I par exemple. La société de gestion d'actifs cherche à minimiser le risque de faillite de son prestataire afin de s'assurer du versement du loyer pendant dix ans, par conséquent le gestionnaire privilégie les entreprises de production les plus développées et les plus diversifiées afin de se prémunir contre le risque d'une faillite. Les trois entreprises sélectionnées ont alors en commun d'être à l'origine des entreprises d'exportations, de logistiques et de transports de fruits vers les marchés d'Europe et d'Asie qui se sont progressivement tournées vers la production primaire agricole notamment pour sécuriser leurs approvisionnements. Aujourd'hui, au moins deux d'entre elles sont très actives dans la production primaire puisque Afrifresh compte 18 exploitations agricoles contre 20 pour SAFE. Elles sont toutes trois apparues dans les années 1990, à l'initiative d'entrepreneurs sud-africains (Afrifresh, International Fruit) et étrangers (SAFE) grâce à l'afflux de capitaux étrangers dans les filières agricoles d'exportation qui a suivi la dérégulation des marchés agricoles<sup>3</sup>. Leurs engagements contractuels avec les gestionnaires d'actifs s'inscrivent dans les transformations des formes de concurrence qui touchent leur champ d'activité. Ainsi les entreprises d'exportation cherchent à sécuriser leurs approvisionnements en produits agricoles de base dans le cadre d'une gestion optimale des flux de trésorerie et des risques de production comme le raconte le directeur financier de SAFE, l'une des entreprises de production :

---

<sup>2</sup> Carla Gras et Valeria Hernandez parle quant à elles du modèle de « l'agriculture par contrat » (Gras et Hernandez 2014).

<sup>3</sup> Charles Mather et Stephen Greenberg reviennent sur le démantèlement du système des comités de produits agricoles et du canal unique de commercialisation pour le marché des citrons dans les années 1990 qui se traduit notamment par l'arrivée d'investisseurs étrangers (Mather et Greenberg 2003).

*« AD : Pourquoi est-ce que vous vous êtes engagés dans un partenariat avec le CroissanceFutureAgri Fund I ?*

*QS : Tout est lié. En gros l'industrie a changé. Les producteurs vont directement aux détaillants et les intermédiaires ont été sortis de l'équation. Donc SAFE a dû trouver ses propres sources d'approvisionnements. En d'autres termes, nous sommes allés de la commercialisation à la gestion d'exploitation agricole*

*AD : Donc vers la production directe ?*

*QS : Nous nous sommes tournés vers le bas de la chaîne parce que nous accordions des prêts aux agriculteurs, mais avec le risque, le contrôle sur le prêt et le risque associé il y avait beaucoup de problèmes, on devait récupérer les produits auprès de beaucoup d'acteurs. A la fin, avec la pression et les risques ça n'avait plus de sens d'aller cultiver nous-mêmes. C'est là que l'histoire à commencer. Et on a trois modèles différents : on possède, on loue et on gère. Et on a réparti un tiers, un tiers, un tiers entre chaque modèle.*

*AD : Donc il s'agissait de mieux gérer vos risques ?*

*QS : Oui, parce que si tu achètes des exploitations, tu as besoin de capitaux pour l'acquisition, pour le fonds de roulement et pour le développement des activités. Donc chaque hectare de vigne que tu achètes ça va couter 3000 rands, plus 1500 en fonds de roulement, plus tout le reste. Donc on a adopté une stratégie où l'on gère des exploitations pour le gouvernement, on loue des exploitations et nous en possédons d'autres »<sup>4</sup>.*

Ainsi, le développement de fonds et de firmes d'investissement dédiés aux exploitations agricoles d'une part et des entreprises dédiées à la production agricole vont de pair et s'auto-entretiennent. Comme le souligne Carla Gras et Valeria Hernandez dans le cas de l'Argentine, les dynamiques de financiarisation et de « corporisation » de l'agriculture sont donc indissociables l'une de l'autre<sup>5</sup>. Pour les gestionnaires de notre panel, le modèle du « pool de culture » développé en Argentine constitue d'ailleurs le modèle de référence à reproduire en Afrique du sud. Martine Guibert et Marcelo Sili identifient plusieurs caractéristiques propres au « pool de culture » :

*« En regroupant des ressources telles que du foncier (location), du capital (levé sur les marchés financiers nationaux et internationaux), des capacités de travail (prestataires de services agricoles), des connaissances agronomiques (suivi d'un agronome) et de l'information économique et commerciale, les acteurs réunis dans un pool de culture visent un profit rapide en gérant de manière très fine tous les aspects inhérents à une activité de*

---

<sup>4</sup> Entretien QS, directeur financier, SAFE, Le Cap, 17 mars 2015.

<sup>5</sup> « L'agriculture entrepreneuriale en Argentine s'appuie fortement sur une dynamique de financiarisation, où la production agricole devient un espace de valorisation de différents type de capitaux et où des acteurs aux intérêts très différents se disputent la rente et le pouvoir de décision au sein de la chaîne de valeur agroalimentaire » (Gras et Hernandez 2014, 121).

*production agricole donnée dans un temps limité et, éventuellement, répété (une ou plusieurs campagnes) » (Guibert et Sili 2011, 349).*

La volonté du gestionnaire russellwater de développer sur ses exploitations un modèle de cultures sans labour, une technique très largement utilisée en Argentine dans le cadre des « exploitations de grandes cultures » de soja transgénique (Goulet et Grosso, 2014)<sup>6</sup>, donne une illustration du projet d'importation d'un modèle argentin en Afrique du sud.

L'agriculture de firme promue par les gestionnaires de notre panel s'oppose donc au modèle historiquement dominant en Afrique du sud centré sur l'exploitation « commerciale », à la fois capitaliste, indépendante et familiale. L'agriculture de firme se caractérise par « la centralité du capital financier » (Gras et Hernandez 2014), une gouvernance urbaine, des innovations techniques et organisationnelles et enfin des formes d'articulation originales avec les autres modèles de production agricole.

Premièrement, le modèle de l'exploitation commerciale est un modèle organisationnel beaucoup moins propice à la valorisation du capital en raison de sa structure de gouvernance, de son mode de détention et de transmission. La valorisation du capital financier prime alors sur les impératifs productifs comme l'illustre la convergence des différentes cultures (céréalière, maraichage) vers un modèle standard de la firme agricole.

Deuxièmement, l'agriculture de firme promue par les gestionnaires d'actifs se singularise par son organisation spatiale puisque les sièges sociaux des entreprises agricoles sont situés dans des moyennes et des grandes villes, en l'occurrence Pretoria pour russellwater ou Le Cap pour SAFE. Ainsi l'enracinement territorial des exploitations agricoles tend à s'estomper au profit de leur insertion dans des réseaux entrepreneuriaux ; comme le souligne Eve-Anne Bulher et ses collègues, les exploitations agricoles sont alors davantage « connectés à l'espace global » (Bulher, Guibert, et Requier-Desjardins 2012).

Troisièmement, l'agriculture de firme est insérée dans des réseaux transnationaux et transectoriels où circulent des innovations organisationnelles et techniques. En effet, ce modèle jouit d'une flexibilité et d'une capacité d'adaptation à l'innovation plus importante que l'agriculture « commerciale », lesquelles constituent les principaux « avantages comparatifs » du modèle selon la société de gestion russellwater :

*« Nous pensons que à l'avenir nous devons reconnaître que nous avons certains avantages et désavantages propres au modèle de l'agriculture d'entreprise (...) Nous devons renforcer nos avantages comparatifs par rapport aux agriculteurs commerciaux et continuer à être à la*

---

<sup>6</sup> Frederic Goulet et Susana Grosso notent ainsi « L'attrait (que ces techniques) suscitent tient également à la simplification des itinéraires techniques qu'elles permettent, en particulier dans les pays comme l'argentine où la culture des OGM est autorisée » (Goulet et Grosso 2014, 46).

*pointe des technologies disponibles comme les OGM, la rotation des pâturages, etc. »*  
(Russellwater2012, 7).

Mais la rupture n'est pas seulement d'ordre technique mais aussi organisationnel comme le souligne Carla Gras et Valéria Hernandez :

*« Le modèle agribusiness se basent sur un réseau complexe de relations productives, commerciales, financières et juridiques qui nécessitent des formes institutionnelles innovantes, permettant d'exprimer l'alliance transectorielle qui anime ces assemblages »* (Gras et Hernandez 2014, 129).

Par exemple, l'investissement de PIC dans l'exploitation commerciale et familiale Southern Farm s'est traduit par la création d'une holding dont les parts sont divisées entre les dirigeants et les nouveaux investisseurs et au sein de laquelle le conseil d'administration constitue l'arène de référence.

Enfin, cinquièmement, la promotion d'une agriculture de firme introduit de nouvelles formes d'articulation et de complémentarité entre les différents modèles de la production agricole<sup>7</sup>. Dans le cadre de notre terrain d'enquête nous avons analysé comment les gestionnaires d'actifs et leurs alliés tentent d'articuler autour de la firme des « fermes » via des projets d'agriculture contractuelle (voir chapitre V). Ainsi le modèle de valorisation des capitaux mis en œuvre repose partiellement sur l'articulation entre la « firme » et la « ferme » dans le cadre de contrats qui répercutent sur la seconde les impératifs de la première.

Le modèle de l'agriculture de firme promu par les gestionnaires d'actifs s'il est souvent développé et testé en Afrique du sud, est parfois exporté dans d'autres pays d'Afrique sub-saharienne. La société de gestion FUU cherche ainsi actuellement à lancer un nouveau fonds panafricain qui réplique le modèle développé en Afrique du sud. Contrairement au secteur agricole sud-africain où le modèle de l'exploitation commerciale est dominant, les pays limitrophes se caractérisent par la forte représentation d'une agriculture de subsistance. Dans ce cas, la cohabitation et l'articulation entre la firme et les agriculteurs de subsistance repose sur le travail agricole et des formes d'« autonomie contrôlée » (Barral 2012) puisque les petits producteurs sont tour à tour paysans et ouvriers. Dans le cas de la compagnie zambienne Faucon par exemple, les petits producteurs locaux constituent le premier contingent de travailleurs agricoles :

*« AD : Quelle relation avez-vous avec les petits producteurs locaux ?*

*PN : Au quotidien, nos principaux échanges avec eux c'est l'emploi. La plupart sont des agriculteurs de subsistance et....Avec leurs familles nombreuses, ils peuvent se permettre de laisser seulement un membre de la famille sur leur petite exploitation. Et tous les autres*

---

<sup>7</sup> Sur ce point nous nous distinguons de Bertrand Hervieu et Francois Purseigle qui considèrent « *qu'il n'existe pas de lien continu d'un pôle à l'autre* » (Hervieu et Puseigle 2013, 265).

*membres de la famille viennent sur nos exploitations pour avoir un emploi sur la propriété. C'est la relation la plus forte que nous avons développée »<sup>8</sup>.*

Ainsi, la promotion d'une agriculture de firme dans le cadre des filières du *private equity* suscite donc un renouvellement du tissu économique et social dans l'agriculture au-delà des seules entreprises-cibles à travers le développement du salariat ou de l'agriculture contractuelle. De par leur puissance financière, les fonds et les firmes de *private equity* ont la capacité de légitimer certains modèles d'organisation économique au détriment d'autres. Pour Horacio Ortiz, la finance est « *un espace de distribution des capacités à agir à travers la monnaie* » (Ortiz 2008). Dans la finance contemporaine, la communauté financière réalise des arbitrages selon ses propres normes et procédures d'investissement. Dans le cas de l'agriculture en Afrique du sud, les arbitrages financiers tendent à légitimer un modèle d'agriculture de firme, « financierisé » et « en réseau », tourné vers les marchés internationaux et compatible avec les impératifs de création de valeur, au détriment du modèle de l'exploitation commerciale qui s'articule davantage avec la filière agro-financière de la *Land Bank* et les marchés agricoles nationaux.

## **1.2. Résistances et collaborations des agriculteurs**

L'essor des filières agro-financières du *private equity* bouleverse l'organisation économique et sociale de l'agriculture en Afrique du sud. Face aux filières et à leur modèle de développement, les agriculteurs sud-africains adoptent différentes stratégies. A première vue, il semble que ces derniers oscillent entre intégration aux filières ou défense du modèle de l'exploitation commerciale. Cependant, l'observation empirique fait apparaître des stratégies plus ambivalentes. Dans tous les cas, des transformations de l'organisation du travail agricole et des évolutions des « identités socio-productives » des agriculteurs (Gras et Hernandez 2014) se produisent.

Les différentes stratégies adoptées par les agriculteurs et leurs capacités inégales d'adaptation s'expliquent comme nous allons le voir par la structure inégale de leurs capitaux. Céline Bessière a étudié les formes plurielles de la dépendance des viticulteurs français de Cognac à l'égard des grandes entreprises multinationales de négoce (Bessière 2011). Les réseaux sociaux des producteurs et leur capacité à stocker eux-mêmes les excédents par exemple déterminent leur degré de dépendance respective. De même dans notre étude, les producteurs agricoles sud-africains ne disposent pas des mêmes ressources pour résister ou s'intégrer aux filières du *private equity*.

Dans un premier temps, nous allons revenir sur la figure des managers agricoles qui sont employés par les gestionnaires d'actifs et les entreprises de services agricoles sur les exploitations détenues par les fonds et les firmes de notre panel. Si le manager est contraint de s'engager dans les filières agro-financières pour se maintenir en activité, il doit aussi disposer de ressources sociales et culturelles spécifiques pour les intégrer. Dans un deuxième temps, nous évoquerons la faction, dominante, des

---

<sup>8</sup> Entretien téléphonique PN, directeur des opérations agricoles, Faucon, 7 mars 2015.

agriculteurs qui restent en dehors des filières du *private equity*. Ces derniers défendent le modèle de l'exploitation commerciale mais ils cherchent aussi, pour les mieux dotés d'entre eux, à se réapproprier les outils de valorisation du *private equity*. Enfin, le développement de ces filières agro-financières tend à accentuer la marginalisation d'un groupe d'agriculteurs et de travailleurs agricoles.

### **1.2.1. L'intégration aux filières du *private equity* : d'agriculteur à manager**

Sur leurs exploitations, les sociétés de gestion et les prestataires de services agricoles engagent des managers de terrain qui occupent une position pivot. Les managers agricoles des fonds CroissanceFutureAgri Fund I et Granary Investments sont des agriculteurs afrikaners qui sont souvent d'anciens propriétaires, ou des fils de propriétaires, d'exploitations commerciales. Ils ont ainsi vécu le passage au cours de leur vie professionnelle d'un statut d'agriculteur indépendant à celui de manager salarié, parfois en restant sur la même exploitation. En s'engageant dans cette carrière de manager de terrain, ils saisissent l'opportunité de se maintenir en activité sur une exploitation et au sein d'une communauté rurale<sup>9</sup>. Il est intéressant de noter que cet enrôlement ne concerne pas seulement l'homme mais plutôt le ménage puisque les sociétés de gestion engagent souvent aussi l'épouse de l'agriculteur-manager, qui est en charge des tâches administratives. Ainsi, la création de valeur par les filières du *private equity* repose sur la mobilisation d'un groupe social et « ethnique » spécifique, en l'occurrence les ménages ruraux afrikaners menacés de déclassement, en leur offrant une possibilité de maintenir leur position sociale.

Pour les fonds et les firmes actifs en dehors de l'Afrique du sud, comme la compagnie Faucon en Zambie, les agriculteurs blancs zimbabwéen dont les exploitations ont été saisies par le gouvernement lors de la réforme foncière en 2000, constitue un réservoir de main d'œuvre. Ainsi à Faucon les deux directeurs des opérations agricoles, mais aussi tous les managers de terrain subalternes, étaient auparavant des agriculteurs indépendants au Zimbabwe. Les capitaux des investisseurs institutionnels qui transitent par les filières du *private equity* leur offre l'opportunité de conserver leur activité professionnelle et leur cadre de vie, comme le raconte l'un des directeurs agricoles de Cédre :

« AD : Pourquoi est-ce que vous vous êtes engagé dans ce projet ?

PN : La raison est...Je suis la quatrième génération d'agriculteur au Zimbabwe. Et au Zimbabwe notre entreprise agricole était la plus grande exploitation commerciale. Nous produisons sur 22 000 hectares, 100 000 tonnes de produits....Et nous étions les plus importants agriculteurs commerciaux au Zimbabwe. Et puis nous avons tout perdu lorsque nos propriétés ont été volées. Lorsque toutes nos propriétés ont été volées nous n'avions pas d'autres opportunités que de se lancer dans quelque chose de nouveau et de différent. C'est ce

---

<sup>9</sup> Parmi les managers les plus jeunes, cette opportunité professionnelle est aussi l'occasion de s'émanciper de la tutelle paternelle.

*qui nous a amené en Zambie. Et puisque toutes nos propriétés et toutes nos richesses ont été volées nous n'avions pas d'autres options...que de trouver d'autres sources de capitaux »<sup>10</sup>.*

Ce groupe d'agriculteurs sans exploitation constitue une aubaine pour les fonds et les firmes de *private equity*. Tout d'abord ils sont habitués à un mode de vie rural dans des territoires isolés alors que la direction de Faucon rencontre des difficultés pour établir du personnel sur le site de l'entreprise. Ensuite, ils ont une expérience concrète de l'agriculture « commerciale », c'est-à-dire productiviste et mécanisée en Afrique australe, de ses rythmes et de ses tâches particuliers. Enfin, ils sont placés dans une position de dépendance et habités par un sentiment de revanche à l'égard des autorités zimbabwéennes à qui ils veulent démontrer leur supériorité productive.

Les managers de terrain sont en charge de la médiation entre la réalité économique et sociale de l'exploitation et la réalité financière du gestionnaire. Les gestionnaires et les entreprises de production agricole centralisent le pilotage des activités de valorisation, et parfois de gestion, de leurs différentes exploitations dispersées physiquement. Ce mode de contrôle à distance s'appuie sur un ensemble de techniques et de compétences spécifiques. Les fonds ont ainsi développé des procédures poussées de suivi et d'évaluation auxquelles doivent se conformer les managers de terrain : report quotidien des activités, validation des frais de fonctionnement et d'investissement par le siège, suivi des stocks d'intrants (voir chapitre IV).

Ces procédures de contrôle des managers de terrain encadrent et contraignent leur champ du possible et transforment leur fonction en imposant que toujours plus de temps soit consacré aux tâches bureaucratiques. Il ne s'agit donc pas seulement d'un changement de statut mais aussi d'un changement de métier pour ces agriculteurs-managers qui implique d'autres procédures et d'autres rythmes de travail par rapport au modèle de l'agriculteur commercial. Ainsi, le manager de l'exploitation Nuweland détenue par le fonds CroissanceFutureAgri Fund I insiste sur la lenteur des procédures d'acquisition et sur la nécessité pour lui d'anticiper ces contraintes administratives afin de ne pas interrompre le cycle productif:

*« AD : Quelles sont vos rapports avec le siège de l'entreprise ?*

*TV : C'est frustrant parce qu'il faut attendre que le siège ait pris une décision, alors que je connais mes bases, je sais quand il faut débloquer les fonds et quand c'est trop tard. Mais ils ont une meilleure organisation qu'il y a 2, 3 ans parce que SAFE a connu une croissance rapide et ils ont mis du temps à se réorganiser. Mais c'est vrai que les temps d'attente restent toujours plus long que lorsqu'on était une exploitation indépendante ; mais du coup il faut mieux planifier pour éviter de se retrouver bloquer au dernier moment parce qu'il manque du matériel ou des engrais »<sup>11</sup>.*

---

<sup>10</sup> Entretien téléphonique PN, directeur des opérations agricoles, Faucon, 7 mars 2015.

<sup>11</sup> Entretien TV, manager agricole, SAFE, Nuweland, 26 août 2014.



Outre la bureaucratisation des tâches, une autre rupture importante concerne le mode de gestion et d'encadrement de la main d'œuvre. Au cours de l'apartheid en vertu des politiques de mise à disposition d'une main d'œuvre bon marché, les travailleurs agricoles vivaient souvent en famille sur les exploitations et sous la tutelle de l'agriculteur. Ce mode de gestion paternaliste est abandonné par les gestionnaires de fonds au profit de relations contractuelles plus strictes et contraignantes. A travers l'exemple de Granary Investments et des occupants sur ses exploitations (voir chapitre IV), on voit bien que la présence des travailleurs sur les exploitations est davantage perçue comme un risque plutôt que comme une opportunité d'accéder à une main d'œuvre de proximité. Ce changement de perspective a des répercussions sur les formes de socialisation au sein de ces communautés rurales et sur les ressorts de l'autorité des agriculteurs au sein de ces communautés. Dans l'extrait d'entretien ci-dessous par exemple, un manager de terrain sur l'une des exploitations du CroissanceFutureAgri Fund I revient sur l'épisode du décès de l'un des travailleurs de l'exploitation pour illustrer les différences entre les pratiques de redistribution d'hier et la gestion entrepreneuriale actuelle :

*«AD : Est-ce que vous êtes satisfait de votre nouveau statut ?*

*TV : Ce sont plutôt mes travailleurs qui ne sont pas content de ce changement parce que nous en tant que business familial on soutenait nos travailleurs parce que sans eux on sait bien qu'on ne peut rien faire. Maintenant c'est différent à cause de l'échelle, parce que SAFE ne peut pas soutenir les travailleurs sur 29 exploitations.... Par exemple l'un de mes chefs d'équipe est décédé le mois dernier. Il était originaire de la province du Nord-Ouest et plusieurs de mes travailleurs voulaient se rendre à ses obsèques mais la compagnie n'a pas voulu financer leur déplacement...alors que nous, on l'aurait fait »<sup>12</sup>.*

Dans ce cas, l'agriculteur est amputé d'un des leviers de son autorité et de sa légitimité à exercer cette autorité. Toutefois l'agriculteur et sa femme disent vivre leur changement de statut sereinement, appréciant la sécurité du salariat d'une part et les moyens financiers mis à leur disposition pour développer l'exploitation d'autre part<sup>13</sup>. Mais dans d'autres cas, le passage d'agriculteur à manager est vécu comme un déclassement. Ce déclassement s'exprime d'abord vis-à-vis des travailleurs agricoles, *« parce qu'avant ils savaient d'où venait l'argent alors que maintenant je suis juste un employé »*<sup>14</sup> explique un manager de la compagnie russellwater ; mais aussi à l'égard des autres « fermiers commerciaux » de la communauté.

Outre cette relation entre agriculteur et travailleurs agricoles, l'insertion des exploitations agricoles dans les filières agro-financières modifie les formes de responsabilité des agriculteurs. L'adoption

---

<sup>12</sup> Entretien TR, manager agricole, SAFE, Nuweland 26 août 2014.

<sup>13</sup> « Si je suis resté malgré tout c'est parce que c'est un projet fantastique avec tous les capitaux qu'on a pour développer l'exploitation. C'est une opportunité incroyable d'améliorer le cadre de vie de ses proches et de ses travailleurs ». « Avant notre salaire dépendait de la récolte, parce qu'on devait d'abord payer les travailleurs puis on se versait ce qu'il restait. Mais maintenant on est sûr du montant et du versement de nos salaires ». Entretien TR et ER, manager agricole et responsable administrative, SAFE, Nuweland, 26 août 2014.

<sup>14</sup> Entretien FO, manager agricole, russellwater, Hopetown, 27 août 2014.

d'une logique entrepreneuriale conduit à la définition d'objectifs chiffrés en termes de couts de production et de productivité de l'exploitation. La responsabilité des managers se borne alors à l'atteinte de ces objectifs, lesquels sont par ailleurs renforcés par la mise en place d'un système de bonus. Ce couple objectif-bonus bouleverse par exemple le rapport des agriculteurs à l'entretien des équipements comme l'explique l'un d'entre eux :

*« Dans les exploitations familiales il n'y a pas d'objectifs et beaucoup des profits vont à l'amélioration des infrastructures sur l'exploitation. A l'inverse le fonctionnement de l'agriculture de firme repose sur des objectifs et donc c'est plus contraignant lorsqu'il s'agit par exemple d'acheter un nouveau tracteur hors budget. Ça fait maintenant 4 ans que je suis manager et on commence à avoir des problèmes de maintenance, en particulier des tuyaux d'irrigation dont l'entretien coute cher et qui est toujours remis à plus tard par russellwater pour atteindre leur marge de profit. Nous reportons toujours leur remplacement en bricolant des réparations »<sup>15</sup>.*

Tandis que l'exploitation agricole constitue pour l'agriculteur indépendant sa principale source d'épargne mais aussi un capital familial et transmissible, d'où les réinvestissements de ses profits, pour les fonds d'investissement en revanche il s'agit de générer une plus-value dans une courte période de temps, et les objectifs budgétaires sont là pour opérationnaliser cette stratégie. Autrement dit, le budget permet d'assujettir les impératifs de la production agricole aux impératifs de la valorisation. Par ailleurs, managers agricoles et agriculteurs indépendants se distinguent aussi par leurs rapports sociaux à l'endettement et les formes de leurs « socialisations financières » (Laferté 2014). En effet, le modèle de l'endettement bancaire dominant parmi les agriculteurs sud-africains, lequel repose sur les exploitations comme collatéral (voir chapitre I), est remplacé par une nouvelle discipline budgétaire interne. Enfin, l'inclusion des exploitations aux filières du *private equity* impacte aussi les relations entre les agriculteurs-managers et les administrations publiques territoriales<sup>16</sup>.

Ainsi, les tâches qui leurs sont assignées, leurs statuts sociaux, leurs rapports à la propriété, à l'épargne et plus largement leurs « ethos du faire »<sup>17</sup> (Laferté 2013) distinguent l'agriculteur indépendant et

---

<sup>15</sup> Entretien FO, manager agricole, russellwater, Hopetown, 27 août 2014.

<sup>16</sup> Les agriculteurs commerciaux afrikaners sont accusés selon leurs dires de prolonger l'apartheid par d'autres moyens, notamment en ce qui concerne leurs relations avec les travailleurs agricoles. A l'inverse, lorsqu'ils travaillent pour le compte d'entreprises agricoles qui formalisent leurs procédures de gestion du personnel les administrations locales seraient davantage conciliantes à leur égard : « *Ca a changé avec le ministère provincial du travail. Avant nous étions toujours considérés comme des ennemis et le ministère était toujours du côté des travailleurs. Par exemple lorsqu'il y avait un licenciement, même avec une bonne raison, on se retrouvait avec une procédure de licenciement abusif. Mais depuis que nous sommes devenus une entreprise, on a des procédures poussées de recensement et de gestion du personnel et le département voit qui nous sommes, et que ça n'est pas les méchants blancs contre les gentils noirs* ». Entretien JH, manager agricole, russellwater, Morgenzon, 5 juin 2013.

<sup>17</sup> L'« ethos économique de classe » recouvre plusieurs dimensions selon Frederic Lebaron : « *un rapport plus ou moins rationnalisé à l'argent, à la consommation, à l'épargne ; une certaine définition du risque ; un rapport à l'accumulation patrimoniale et à la propriété ; un rapport à la transmission de la propriété* » (Lebaron 2008, 442).

commercial du manager agricole. Si les fonds et les firmes de *private equity* n'ont pas le monopole ni même la primauté sur ces transformations, ils contribuent néanmoins à créer de nouvelles opportunités et ainsi à développer cette carrière de manager dans l'agriculture sud-africaine. Progressivement, leurs managers assimilent contraintes et avantages du salariat, comme par exemple l'arrivée à la retraite<sup>18</sup>, au détriment des étapes et des rythmes de la carrière d'un agriculteur.

La reconversion des exploitants-managers au salariat ne se fait cependant pas sans heurts puisque le strict encadrement procédural des pratiques agricoles est parfois vécu comme une perte de temps sur le terrain au détriment des activités réellement productives. Des conflits récurrents se manifestent entre le siège d'un côté, les managers de terrain de l'autre autour de l'utilisation des capitaux et la hiérarchisation des tâches sur l'exploitation. Par exemple, les gestionnaires du fonds CroissanceFutureAgri Fund I rencontrent des difficultés au niveau des exploitations pour mettre en œuvre les procédures environnementales et sociales comme le raconte ce chargé d'investissement :

« TR : Les opérateurs ils s'en foutent de la partie ESG, pour eux c'est quoi, c'est plus d'admin en plus. Beaucoup d'opérateurs ne voient pas le bénéfice qu'ils ont à mettre ça en place. Donc nous de temps en temps il faut qu'on soit coercitif. Ça ce n'est pas une option, on le fait pas pour le plaisir. On a un mandat et on suit notre mandat »<sup>19</sup>.

Dans les deux cas étudiés, l'importante rotation du personnel d'encadrement témoigne des difficultés à importer une logique managériale dans un secteur historiquement structuré autour de travailleurs indépendants. Cette conflictualité illustre d'une part la persistance d'un ethos d'agriculteur caractérisé par un attachement à « l'indépendance statutaire » (Bessière 2011), et d'autre part, puisque tous les managers ne sont pas concernés, ces conflits montrent les ressources inégales dont disposent les candidats pour occuper un poste de manager agricole. En effet, l'insertion dans les filières agro-financières du *private equity* repose sur la détention de ressources professionnelles, culturelles et sociales particulières. Premièrement, les gestionnaires recherchent des managers qui maîtrisent le langage comptable en vigueur tout au long des filières du *private equity* comme nous l'a expliqué le directeur de la société de gestion russellwater :

« RdP : Le point important ce n'est pas que le fermier soit blanc, noir ou jaune. Un fermier n'est pas un agronome, c'est un businessman, qui doit savoir quand prendre les bonnes décisions, quelqu'un qui doit savoir se servir de sa calculatrice, pour calculer la dépréciation

---

<sup>18</sup> « AD : Qu'est-ce que vous ferez lorsque le CroissanceFutureAgri Fund I revendra cette exploitation ?

TV : Lorsque ça arrivera je serais probablement trop cher pour le prochain propriétaire à cause de mon expérience et de mon âge, donc ça sera sûrement le moment de prendre ma retraite ». Entretien TV, manager agricole, SAFE, Nuweland, 26 août 2014.

<sup>19</sup> Entretien TR, chargé d'investissement, FUU, Le Cap, 23 mars 2015.

*du capital par exemple. Le gouvernement organise des formations sur les plantes....mais il devrait plutôt développer des formations sur les flux de trésorerie»<sup>20</sup>.*

Ainsi, au-delà de leurs compétences techniques le profil recherché est celui d'un gestionnaire. Outre ces compétences managériales, certains attributs culturels favorisent l'insertion des agriculteurs dans les filières du *private equity*. C'est le cas par exemple de la langue puisque les agriculteurs « commerciaux » sud-africains sont très majoritairement Afrikaners et ceux qui vivent et travaillent dans les territoires ruraux les plus enclavés maîtrisent parfois très mal l'anglais. A l'inverse, au sein des filières de notre panel, l'anglais est la langue de travail qui permet aux acteurs dispersés d'échanger les uns avec les autres. La maîtrise de l'anglais est donc un facteur décisif de l'intégration des managers agricoles comme le raconte la responsable administrative d'une exploitation du CroissanceFutureAgri Fund I :

*« CK : Comme j'étais porte-parole de l'exploitation auprès de la compagnie et de FUU, je devais lui décrire en anglais (au comptable de FUU) tout ce qui se passait sur l'exploitation pour qu'il nous débloque ensuite les fonds....C'était un vrai problème pour moi car j'avais toujours vécu dans la communauté afrikaner »<sup>21</sup>.*

Les acteurs qui s'engagent dans les carrières de managers agricoles sont donc menacés de déclassement social, mais ils disposent aussi de ressources spécifiques (maîtrise de l'anglais et de connaissances entrepreneuriales) qu'ils peuvent réinvestir dans cette carrière particulière au détriment des agriculteurs les plus marginalisés qui eux sont contraints d'abandonner l'agriculture.

### **1.2.2. Résistance et adaptation des agriculteurs commerciaux**

Si une fraction des agriculteurs sud-africains s'engagent au sein des filières agro-financières du *private equity*, la majorité des 38 000 agriculteurs « commerciaux » continuent d'exercer sur des exploitations familiales et indépendantes en dehors de ces circuits de capitaux émergents. Ce groupe d'agriculteurs indépendants est marqué par d'importantes disparités de revenus d'une part et en termes d'indépendance à l'égard des industries agroalimentaires et des institutions bancaires d'autre part. Ainsi, Nick Vink et Johan Van Rooyen notent que 1348 exploitations agricoles, soit 5% du total national, produisaient plus de la moitié du revenu agricole brut en 2002 (Vink et Van Rooyen 2009).

Depuis 2002, ce petit groupe d'agriculteurs dominants a accéléré la dynamique de concentration des ressources foncières à son profit<sup>22</sup>. De plus, ils ont aussi bénéficié des mécanismes de clôture des marchés des actions des anciennes coopératives de producteurs aux seuls agriculteurs pour accroître leurs participations, et donc leur contrôle, sur ces entreprises. Ainsi, selon le directeur financier de

<sup>20</sup> Entretien RdP, partenaire senior, russellwater, Pretoria, 6 mai 2013.

<sup>21</sup> Entretien EV, chargée administrative, SAFE, Nuweland, 26 août 2014.

<sup>22</sup> Le processus de concentration de la propriété foncière agricole en Afrique du sud a connu un véritable boom depuis les années 90 puisque la taille moyenne des exploitations est passée de 1450 hectares en 1997 à quasiment 2500 hectares aujourd'hui (Anseeuw, Liebenberg et Kirsten, 2015).

Senwes, 20 agriculteurs détiennent plus de 50% du capital de la holding Senwesbel exclusivement composée d'agriculteurs et qui détient une majorité du capital de Senwes<sup>23</sup>. Enfin, cette élite agricole s'est engagée dans d'importantes restructurations de ses exploitations sous l'effet du renouvellement générationnel et de la transformation des identités socio-productives<sup>24</sup>. Concrètement, cette dynamique s'est traduit par la diversification de leurs activités, notamment en direction des activités de stockage et de transformation, l'adoption d'une structure et d'une gouvernance entrepreneuriale, ou encore le développement de leurs activités financières à la fois dans le cadre d'une gestion des risques sur la SAFEX et via une gestion de leur portefeuille d'actions.

Cette élite de la profession agricole entretient alors un tout autre rapport aux acteurs des filières agro-financières du *private equity* qui oscille entre défense de leur position dominante et appropriation des principes et des outils du *private equity*. L'exemple du conflit entre Cédre et les blocs d'actionnaires-producteurs pour le contrôle des anciennes coopératives de producteur que nous avons détaillé au chapitre V illustre bien cette ambivalence. Dans la majorité des entreprises de services agricoles dans lesquelles Cédre a pris des participations, la société de gestion s'est heurtée aux résistances des actionnaires-producteurs regroupés au sein de blocs fermés et peu liquides qui garantissaient le contrôle de la profession agricole sur l'entreprise. Mais au-delà des enjeux de pouvoir, il faut toutefois considérer les échanges entre ces deux groupes d'acteurs, et la diffusion de nouvelles pratiques par l'entremise des gestionnaires. Si l'alliance avec Cédre n'a pas perduré, les outils et les stratégies développés par le gestionnaire sont parfois partiellement repris et appliqués par les dirigeants, avec l'assentiment des blocs d'actionnaires-producteurs, à la suite du départ de la firme d'investissement.

Ainsi l'entrée au capital de Cédre, un investisseur financier reconnu, a fait prendre conscience aux dirigeants et aux producteurs-actionnaires de la valeur « qui y dort ». Ainsi, dans plusieurs de nos entretiens, les dirigeants des ex-coopératives reprennent à leur compte l'objectif de réduire l'écart entre la valeur net de leurs actifs et la valeur de leurs actions, mais au bénéfice des actionnaires-producteurs :

*« AU : Ils ont rendu nos actionnaires conscients de la valeur assise dans la compagnie. Ils s'en doutaient déjà, mais ils ont vraiment réalisé à ce moment-là, notamment en 2012 lorsque Overberg a dégroupé une partie de ses actions Pioneer Food, parce que cette transaction a généré beaucoup d'argent sous la forme de dividendes et qu'ils ont mieux perçu la valeur qui dormait dans la compagnie »<sup>25</sup>.*

De plus, le départ de Cédre marque parfois le lancement ou l'accélération de nouvelles stratégies de valorisation des entreprises, orientées par exemple vers une croissance externe en Afrique ou le

---

<sup>23</sup> Entretien CK, directeur financier, Senwes, Klerskdorp, 11 août 2014.

<sup>24</sup> L'arrivée d'une nouvelle génération formée à l'entrepreneuriat et à la gestion d'entreprise dans le cadre des formations universitaire en « économie agricole » dispensées aux candidats au métier d'agriculteur, contribue à remettre en cause, de l'intérieur, le modèle de l'exploitation agricole commerciale « historique ».

<sup>25</sup> Entretien AU, Directeur exécutif, Overberg Agri, 6 août 2014.

dégrouper des activités et des propriétés<sup>26</sup>. Ainsi, paradoxalement le passage de la société de gestion Cédre aura eu pour conséquence de familiariser les parties-prenantes des ex-coopératives, à commencer par les actionnaires-producteurs, aux outils et aux stratégies de valorisation promus par la société de gestion. Ce phénomène social d'appropriation des outils du *private equity* par l'élite de la profession agricole s'apparente alors à un processus de « financiarisation à l'envers » (Burch et Lawrence 2009), c'est-à-dire que les institutions agricoles et agroalimentaires tendent vers le modèle organisationnel et productif des institutions financières. Les acteurs du *private equity*, s'ils ne sont pas à l'origine de cette dynamique, tendent à l'accélérer en faisant circuler des manières de voir et des manières de faire l'agriculture en accord avec les principes de la valeur actionnariale.

Toutefois, ce processus de « financiarisation à l'envers » ne bénéficie qu'aux agriculteurs dominants dans le secteur, lesquels disposent des ressources —économiques, sociales, culturelles— pour s'approprier les outils du *private equity*. Ainsi, la dynamique de financiarisation tend à renforcer la domination de l'élite agricole sud-africaine. A l'inverse, les agriculteurs les plus démunis en capitaux sont de plus en plus marginalisés sous l'effet de cette financiarisation à l'envers. De par leur incapacité à se saisir des outils de valorisation à leur profit, ils voient le fossé se creuser avec les agriculteurs « financiarisés ». C'est le cas par exemple des agriculteurs dits « émergents », c'est-à-dire les agriculteurs africains bénéficiaires de programmes de subventions et d'assistance technique mis en œuvre par l'Etat dans le cadre de partenariats publics-privés<sup>27</sup>. Mais les agriculteurs émergents ne sont pas les seuls laissés pour compte du processus de financiarisation et de nombreux agriculteurs commerciaux sont contraints d'abandonner l'agriculture ou de s'expatrier dans les pays limitrophes<sup>28</sup>. Ainsi, la financiarisation du secteur agricole sud-africain, via notamment l'essor des filières agro-financières du *private equity*, tend à pérenniser et même à renforcer la dualité du secteur

Le positionnement des agriculteurs sud-africains par rapport aux filières du *private equity* peut s'interpréter à la lumière des circuits de capitaux dans lesquels ils sont insérés. Premièrement, les agriculteurs dominants, qui financent leurs opérations et leur développement grâce à leurs fonds propres, conservent leur autonomie tout en développant progressivement le volet financier de leurs activités. Deuxièmement, les agriculteurs qui connaissent une forte dépendance à l'égard des institutions bancaires « classiques » se convertissent parfois en manager agricole au sein des filières du *private equity* ou pour le compte de firmes agricoles. Enfin troisièmement, les petits agriculteurs et les agriculteurs émergents qui dépendent largement des financements publics octroyés dans le cadre des

---

<sup>26</sup> Par exemple l'ex-coopérative Suidwes décida en 2012 de séparer en deux entités distinctes les activités de services aux producteurs et les activités d'investissement dans les filières agroalimentaires en Afrique subsaharienne lesquelles étaient regroupées au sein d'un véhicule d'investissement, Africum limited, ouvert aux investisseurs extérieurs (Suidwes 2013).

<sup>27</sup> Nous pouvons par exemple mentionner le programme « *Micro Agricultural Financial Institutions of South Africa program* » dont l'objectif est de fournir des produits financiers aux petits producteurs par l'intermédiaire de prestataires privés.

<sup>28</sup> Ainsi en 2013 800 agriculteurs sud-africains, commerciaux et indépendants, étaient installés au Mozambique et 300 en Zambie (Anseeuw, du Castel, et Boche 2015).

programmes de réforme foncière et agraire restent à la marge des transformations observées et constituent un second secteur agricole. Ainsi, en fonction du système d'intermédiation financière il existe différentes figures contemporaines de l'agriculteur qui illustre une « segmentation » de la profession agricole (Goulet 2010).

Un phénomène similaire de repositionnement social, professionnel et culturel des agriculteurs est aussi observé en Argentine, par Martine Guibert et Marcelo Sili :

*« Ces investisseurs et ces gestionnaires, souvent d'origine non rurale, côtoient les acteurs classiques du monde agricole qui, par conséquent, évoluent dans leur comportement (Grosso, 2009). Au-delà de ceux qui sont en crise et qui peinent à se maintenir, des producteurs familiaux capitalisés, conscients de leurs limites en termes d'échelle de production, deviennent rentiers (location de leur propriété) et rentabilisent mieux leur capital foncier confié à une entreprise de production. D'autres peuvent prêter leurs services en réalisant les tâches agricoles (les contratistas sont donc plus divers dans leurs formes et leurs logiques); d'autres encore peuvent augmenter leur capacité de production en s'agrandissant et/ou en gérant de manière plus efficiente leur exploitation. Enfin, certains grands propriétaires révisent leur logique d'accumulation patrimoniale et intensifient leurs activités agricoles ou d'élevage »* (Guibert et Sili 2011, 349).

Ainsi, en Argentine comme en Afrique du sud une nouvelle ligne de fracture semble traverser la profession agricole entre les agriculteurs qui subissent la financiarisation et ceux qui se l'approprient.

### **1.3. De nouvelles élites et de nouvelles arènes « agricoles » ?**

La participation des agriculteurs à la vie économique et politique en Afrique du sud fut médiatisée tout au long du XXe siècle par des organisations représentatives, à commencer par le syndicat majoritaire le South African Agricultural Union (SAAU), dont les dirigeants constituaient l'élite de la profession agricole. Comme en France, ce groupe a su « imposer une représentation unitaire de la profession » au sein du secteur et de la société incarné par la figure de l'agriculteur « commercial » afrikaner et à monopoliser ce « pouvoir de représentation » (Bruneau 2014, 10).

Pourtant aujourd'hui, la capacité des élites agricoles « traditionnelles », et donc issues des rangs des agriculteurs, « à parler pour l'agriculture » est contestée (Tétart et Bernard de Raymond 2012). Si le développement des filières agro-financières du *private equity* n'explique pas seul l'érosion du pouvoir de représentation des élites agricoles pour reprendre l'expression d'Ivan Bruneau, leur essor alimente le processus et contribue à faire émerger de nouvelles figures et de nouvelles arènes habilitées à « parler pour l'agriculture ».

Premièrement, la « segmentation de la profession agricole » tend à remettre en cause les « attributs des anciennes élites » (Gras et Hernandez 2014). Le modèle de l'agriculteur commercial, à la fois

indépendant et familial, s'il persiste, est dévalorisé au profit de l'entrepreneur ou du manager agricole. Dans le cas de l'Argentine, Carla Gras et Valeria Hernandez notent un phénomène similaire :

*« La dynamique actuelle de l'agriculture est liée à la recomposition de la couche dominante du secteur, tant dans son origine sociale que son profil productif, à tel point que les figures emblématiques de l'agrobusiness se présentent comme incarnant le dépassement matériel (par le type d'entreprises qu'ils montent) et symbolique (par l'identité qu'ils affichent) de la vieille oligarchie terrienne »* (Gras et Hernandez 2014, 122-123).

Le groupe professionnel des dirigeants et des managers d'entreprises agricoles et agroalimentaires, notamment des anciennes coopératives de producteurs, capte alors une partie du pouvoir de représentation monopolisé auparavant par les agriculteurs. Dans le cadre de l'architecture institutionnelle sectorielle sous l'apartheid, les directeurs exécutifs des coopératives de producteurs étaient représentés marginalement au sein du syndicat majoritaire des agriculteurs<sup>29</sup>. Leurs intérêts et leurs revendications étaient donc inféodés à ceux des agriculteurs largement favorisés par le système représentatif en place. En 1998, les dirigeants des ex-coopératives de producteurs opérèrent une scission et fondèrent une association autonome, l'Agribusiness Business Chambers (ABC) affiliée au syndicat du patronat sud-africain<sup>30</sup>. Cette association regroupe aujourd'hui toutes les entreprises agroindustrielles et agroalimentaires mais aussi les institutions bancaires et financières engagées dans le secteur. Progressivement, celle-ci s'est imposée comme un porte-parole de l'agriculture concurrent du syndicat SAAU, devenu depuis AgriSA.

Par exemple, le rapport annuel *« How confident are you? Agribusinesses Insights Survey »* publié par le cabinet d'audit PricewaterhouseCoopers (PwC) entend fournir un état des lieux du secteur agricole à partir d'une enquête collective réalisée auprès des dirigeants et des managers des entreprises agricoles et agroalimentaires<sup>31</sup>. La version 2014/2015 du rapport PwC intègre par ailleurs un entretien avec le directeur exécutif de la société de gestion d'actifs agricoles Cédre. Ce dernier s'exprime sur les activités de Cédre Investments d'une part mais aussi sur sa perception de l'agriculture en Afrique subsaharienne et sur son modèle de développement agricole :

*« Si vous étiez le président de l'un des pays africains dans lequel vous faites des affaires, qu'est-ce que vous changeriez ? »*

---

<sup>29</sup> Le SAAU était composé de trois comités spécifiques : le comité des produits, le comité des provinces et le comité des coopératives. Au sein de ce dernier, le conseil de direction devait par statut être composé de 51% d'agriculteurs et de 49% de dirigeants exécutifs. De plus le directeur du comité devait être un agriculteur.

<sup>30</sup> Cependant dans les premières années de l'association celle-ci est restée affiliée au syndicat des producteurs lesquels ont longtemps considérés ABC comme une filiale.

<sup>31</sup> Pour réaliser cette enquête, un questionnaire fermé est adressé aux dirigeants d'entreprise, en particulier aux dirigeants des anciennes coopératives, afin de recueillir leurs opinions qui sont ensuite compilées sous forme de graphiques et de diagrammes. Dans la version 2013/2014 du rapport les thématiques suivantes étaient entre autre abordées : perspectives et opportunités de croissance dans l'agriculture, menaces potentielles pour la croissance agricole, rôle du gouvernement, politique de crédit au secteur agricole (PwC 2014).



*J'essayerais de trouver un moyen pour permettre aux forces du libre marché de prospérer, tout en répondant aux besoins sociaux grâce aux profits générés par des entreprises de classe mondiale. Sur le long terme, il faut des entreprises compétitives à l'échelle globale pour garantir des emplois durables et le progrès économique » (PwC 2015, 51).*

Les gestionnaires, comme la société de gestion Cédre, s'imposent progressivement comme des acteurs légitimes, parmi d'autres, pour parler *au nom de* l'agriculture et véhiculent, comme on le voit dans l'extrait d'entretien ci-dessus, un « modèle d'affaire » libéral pour l'agriculture. Les dirigeants et les managers d'entreprises d'une part, les gestionnaires d'actifs agricoles d'autre part contestent le pouvoir de représentation des élites agricoles et redéfinissent les manières de faire et de concevoir l'agriculture.

Le secteur agricole sud-africain est ainsi passé d'une situation de monopole du pouvoir de représentation par les élites sectorielles à une configuration sociale marquée par « *la diversité des espaces de représentation* » (Bruneau 2014, 10). Les gestionnaires de fonds et de firmes de *private equity* de notre panel ne s'engagent pas dans les institutions sectorielles existantes : ni dans le syndicat majoritaire des agriculteurs commerciaux sud-africains ni dans l'association ABC des industries agroindustrielles et agroalimentaires. Comme le résume le directeur de la société de gestion FUU, les gestionnaires d'actifs constituent un troisième groupe indépendant :

*« AD : Pourquoi est-ce que vous n'êtes membres ni des associations d'agrobusiness ni des associations d'agriculteurs ?*

*DV : Nous y avons pensé. Je pense que nous sommes encore trop petits pour ça, comparé aux grosses entreprises d'agrobusiness.*

*AD : Et pourquoi pas les associations d'agriculteurs ?*

*DV : Nous ne sommes pas des agriculteurs, nous sommes des propriétaires. Nous sommes des investisseurs dans l'immobilier agricole. Nous ne sommes pas vraiment dans les aspects opérationnels, même si nous y sommes. Nous sommes différents des agriculteurs »<sup>32</sup>.*

Les gestionnaires n'inscrivent pas leurs actions dans un cadre sectoriel et ils ne se mobilisent pas sur les enjeux politiques qui structurent le secteur agricole sud-africain. Par exemple, face au projet du gouvernement de restreindre la propriété foncière agricole dans le cadre d'une seconde phase de la réforme foncière, le chargé d'investissement de la société de gestion russellwater confia : « *on laisse les autres mener ce combat pour nous* ». Ce désengagement est parfois perçu avec méfiance de la part des agriculteurs qui s'interrogent sur les intentions réelles et la pérennité de l'engagement des gestionnaires dans le secteur.

Pourtant en parallèle les gestionnaires et les acteurs des filières du *private equity* en général s'engagent dans des plateformes agricoles à l'échelle globale, tels que les fora internationaux « *Global*

---

<sup>32</sup> Entretien DV, partenaire senior, FUU, Le Cap, 16 mars 2015.

*AgInvesting* » au sein desquels se côtoient des investisseurs, des gestionnaires de fonds, des dirigeants d'entreprises agricoles et des institutions de régulation nationales. Ainsi, dans le cadre de la conférence « *Global AgInvesting Europe 2014* », organisée à Londres du 1<sup>er</sup> au 3 décembre 2014, s'est tenu un panel sur « les opportunités dans l'agriculture africaine » où sont intervenus des représentants de l'IFC, de la fondation Bill et Melinda Gates, de l'Agence éthiopienne pour la transformation agricole et enfin de la société de gestion d'actifs Duxton Asset Management<sup>33</sup>. Si la participation des gestionnaires de notre panel, notamment FUU<sup>34</sup>, à ces événements est d'abord motivé commercialement, pour se montrer et pour rencontrer de futurs investisseurs, ces espaces contribuent par ailleurs à la diffusion et à la légitimation de représentations et de pratiques autour de l'agriculture. Ainsi, les panels abordent des questions aussi diverses que « l'agriculture de précision et l'évolution des *big data* », « qu'est-ce qu'un investissement agricole responsable ? » ou encore « les stratégies de diversification dans l'agriculture ».

Les conférences auxquels ils participent ne sont pas toujours centrées sur l'agriculture. Ainsi, la société de gestion FUU s'engage aussi dans des réunions similaires sur les thématiques des investissements socialement responsables ou des investissements d'impact<sup>35</sup>. Au sein des arènes globales est élaboré une conception de l'agriculture non pas comme un secteur mais comme une classe d'actifs originale. L'enjeu est alors de promouvoir cette classe d'actifs sur les marchés financiers afin qu'elle acquiert une reconnaissance institutionnelle. L'agriculture est perçue comme un espace singulier de valorisation du capital, en compétition avec d'autres espaces afin d'attirer les capitaux des investisseurs institutionnels. Les particularismes nationaux et locaux sont minorés au profit d'une approche transnationale de l'agriculture<sup>36</sup>. Ainsi, ces « espaces Ag » (Williams 2014) s'octroient un pouvoir de représentation et s'imposent comme des arènes légitimes à produire de la connaissance sur l'agriculture, à définir les enjeux et les problématiques agricoles légitimes et à proposer des solutions. Tandis que les gestionnaires sont en concurrence pour capter les capitaux des potentiels investisseurs,

---

<sup>33</sup> Programme en ligne, consulté le 16 octobre 2015 (<http://www.globalaginvesting.com/Conferences/Agenda?eventId=23>)

<sup>34</sup> En 2013, les partenaires seniors de la société de gestion ont participé aux conférences suivantes: Impact Investing in Africa (Le Cap, avril 2013); Terrapinn Agriculture Investment Summit and Future Farm Europe 2013 (Londres, juin 2013); Agri-investing Conference (Singapour, septembre 2013); RI Forum (Johannesburg, septembre 2013); UNPRI in Person (Le Cap, octobre 2013); Broad Based Black Economic Empowerment Codes of Good Practice (Le Cap, novembre 2013) (FUU 2013).

<sup>35</sup> Le 23 avril 2014 s'est déroulée une réunion téléphonique du groupe de travail « exploitation agricole » de l'initiative « Principes d'investissement responsable des Nations-Unies » à laquelle assistaient plusieurs de ses membres : TIAA-CREF, APG, AP2, PGGM, adveq, Aquila capital, Hermes, Rabofarm, etc. Cette réunion avait pour objectif principal de présenter aux membres les nouveaux principes de bonne conduite relatifs aux investissements agricoles préparée par la FAO (« *FAO/CFS principles for responsible agricultural investment* ») d'une part et le groupe de travail de l'initiative des Nations-Unies « Global Compact » (« *Global compact food and agricultural business principles* ») d'autre part. La finalisation de ces documents et leur reconnaissance internationale étaient alors perçue comme des initiatives concurrentes à celles du groupe de travail du PRI, émanant aussi d'agences ou d'initiatives des Nations-Unies, et il était alors surtout question des différences entre ces principes et du positionnement de ce groupement par rapport à ces documents.

<sup>36</sup> Ainsi les panels sur les opportunités dans l'agriculture sont découpés sur une base régionale : Afrique, Amérique Latine, Asie, Océanie.

ces conférences et ces fora sont les sites d'une mobilisation collective en vue de la légitimation de l'agriculture comme classe d'actifs. Pour reprendre la formulation de Mohamed Oubenal, celles-ci constituent « *des niches sociales où se déploie la coopération entre entrepreneurs rivaux* » (Oubenal 2015, 20).

Le développement des filières du *private equity* accentue donc la « prolifération des espaces de représentation » de l'agriculture et des groupes de professionnels habilités à parler « pour l'agriculture ». Ainsi, aux côtés du syndicat des producteurs qui parle au nom d'une l'agriculture « commerciale » et sud-africaine, les gestionnaires d'actifs et leurs « alliés » parle au nom d'une agriculture transnationale et « financiarisée » depuis des arènes globales<sup>37</sup>.

Les élites agricoles sectorielles appuient leur domination sur la reconnaissance de l'Etat dans le cadre du système de cogestion d'une part et sur leur « autorité sociale »<sup>38</sup> d'autre part. La légitimité de la domination de l'Etat et de la domination des élites sectorielles sont intrinsèquement liées et s'auto-entretiennent mutuellement et la mise en retrait de l'Etat sud-africain bouleverse cet équilibre. Les nouvelles élites, entrepreneuriales et financières, qui émergent dans l'agriculture ne sont pas des élites sectorielles dans le sens où elles ne tirent leur légitimité ni de l'identification sociale des fractions dominées ni de leur engagement dans un système de cogestion avec l'Etat. Comme le note Anne-Catherine Wagner, sous l'effet de la globalisation :

*« le rapport de domination semble se passer de la recherche de justifications et se réduire à sa dimension purement économique et financière (...) Tout se passe comme si la dissimulation de la réalité des relations de domination, l'enchantement produit par l'économie des biens symboliques, était devenue moins utile avec l'éloignement géographique des décideurs »* (Wagner 2011, 9).

Les gestionnaires des filières du *private equity* en tant qu'élite financière semblent tirer leur légitimité à parler « pour l'agriculture » de leur capacité à mobiliser des capitaux sur les marchés financiers internationaux. La promotion de ce groupe d'acteurs financiers et la diffusion de leur modèle de développement tend donc à remettre en cause le secteur comme échelle de gouvernement légitime.

#### **1.4. Les filières du *private equity* et la « déssectorisation » de l'agricole sud-africaine**

L'essor des filières agro-financières du *private equity* alimente donc une dynamique de « déssectorisation » de l'agriculture sud-africaine. Le secteur est un « espace de régulation » de l'économie inséré entre le niveau macro des économies nationales et le niveau micro des

---

<sup>37</sup> Carla Gras et Valeria Hernandez souligne aussi en Argentine le renforcement du rôle, et de la voix, des associations de producteurs de maïs ou de soja et des associations de producteurs « sans-labour », face aux syndicats de producteurs par exemple (Gras et Hernandez 2014).

<sup>38</sup> « *la proximité de leurs discours avec l'objectivité sociale des groupes et territoires qu'ils représentent, c'est-à-dire leur capacité à prononcer des représentations qui ne s'éloignent pas trop des transformations sociales en cours* » (Laferté 2006, 15).

entreprises. Si le secteur a pu parfois apparaître comme une catégorie d'analyse intemporelle, des travaux issus du courant d'analyse des politiques publiques ont souligné son caractère historiquement situé (Jacquot et Halpern 2015) ou bien l'intensité fluctuante de cette « échelle de gouvernement » (Jullien et Smith 2012). Selon les mécanismes d'articulation entre les différents niveaux de régulation –le global, le national et le sectoriel– les contours du secteur évoluent tout comme l'intensité de la régulation sectorielle. Ainsi, le secteur est le produit d'une configuration économique et sociale située dans le temps et dans l'espace et d'un « travail politique » (Jullien et Smith 2012). Dit autrement, cet espace de régulation connaît des dynamiques de sectorisation et de déssectorisation.

Bernard Jullien et Andy Smith répertorient quatre « rapports institués » qui déterminent la forme et la force de la régulation sectorielle dont le « rapport financier » (Jullien et Smith 2012). La transformation du rapport financier a donc des répercussions sur les formes de la production et de la concurrence au sein du secteur. Dans le cadre du « compromis racial fordiste » (Gelb 1991) qui a caractérisé l'apartheid, l'agriculture sud-africaine a connu une dynamique de sectorisation de forte intensité (voir chapitre I). La *Land Bank* incarnait alors un rapport financier dominant où l'Etat et l'élite de la profession agricole régulaient l'allocation des ressources dans le cadre d'un projet de développement économique et d'un jeu politique national. A l'inverse, l'essor des filières du *private equity* se traduit par un affaiblissement de la régulation sectorielle.

Tout d'abord, le dispositif d'intermédiation financière du *private equity* vient s'ajouter à de nombreux autres dispositifs financiers en place (prêts bancaire, agriculture contractuelle, prêts subventionnés de la *Land Bank*). Par conséquent, il n'y a plus un rapport financier dominant mais une situation où cohabite une pluralité de rapports financiers distincts, qui reposent sur des alliances plurielles et variables entre acteurs agricoles et acteurs financiers. L'homogénéité du secteur agricole sud-africain est alors remise en cause au profit d'une constellation de « sous-systèmes » agricoles structurés selon les circuits de capitaux dans lesquels ils s'inscrivent.

Par rapport aux autres rapports financiers existants, les filières du *private equity* connectent et soumettent directement les institutions agricoles aux injonctions des marchés internationaux de capitaux sans autres formes de médiation. Ainsi à travers le prisme du *private equity*, l'agriculture est perçue et organisée par les gestionnaires comme une classe d'actifs. La classe d'actifs constitue l'abstraction intermédiaire par lequel les marchés et les acteurs financiers peuvent se saisir et transformer le réel. Autrement dit, la classe d'actifs constitue un espace de régulation des rapports économiques et sociaux par la finance en concurrence avec les institutions de la régulation sectoriel.

Le modèle de l'exploitation agricole « commerciale » où le contrôle des agriculteurs sur les ex-coopératives de producteurs sont directement contestés par les gestionnaires d'actifs qui sont les artisans du « désencastrement » de l'agriculture. Par ailleurs, cette approche dépasse le cadre nationale puisque l'agriculture est considérée à une échelle globale ou régionale comme l'illustre la volonté

affichée par les gestionnaires d'exporter le modèle sud-africain sur le reste du continent. Les frontières de l'agriculture tendent donc à se déterritorialiser et à se trans-nationaliser. Ainsi, la classe d'actifs « agriculture » recouvre un archipel d'enclaves entrepreneuriales dispersées géographiquement et reliées les unes aux autres par les circuits de capitaux

La conversion de l'agriculture en classe d'actifs résulte d'un travail politique, à la fois individuel et collectif, des gestionnaires. Ce travail politique est mené au niveau global à travers leur mobilisation collective au sein de fora et d'associations transnationales qui institutionnalisent cette classe d'actifs. Mais le travail politique des gestionnaires est aussi entrepris au niveau national, face aux élites agricoles « traditionnelles », à travers la promotion d'un modèle de développement agricole « financiarisé ». La production d'un actif par un gestionnaire est indissociable de la production collective d'une classe d'actifs. Autrement dit, le travail de production d'un actif est un travail politique qui vise à faire émerger et à stabiliser des espaces de régulation par la finance, à la fois transnationaux et transectoriels.

Toutefois, ce processus n'est ni linéaire ni inéluctable et les gestionnaires doivent faire face aux résistances de certains groupes sociaux à commencer par certains agriculteurs « commerciaux ». Ces derniers cherchent à défendre les institutions sectorielles qui étaient particulièrement favorables à leurs intérêts mais les formes de la résistance sont plurielles selon la structure de leurs capitaux. Ainsi la fraction la plus dominante tente de s'approprier les outils du *private equity* tout en préservant les instruments de leur domination notamment sur les anciennes coopératives. A l'inverse les fractions les plus dominées restent à la marge de ces transformations en constituant de nouvelles coopératives de producteurs ou bien en s'exilant pour reproduire le modèle de l'exploitation commerciale dans les pays limitrophes. Face aux tentatives de déssectorisation de l'agriculture entrepris par les gestionnaires d'actifs, les agriculteurs commerciaux sud-africains incarnent, eux-aussi, un « contre-mouvement » de la société (Polanyi 1983). Ce contre-mouvement impacte d'une part le rythme des transformations et contribue d'autre part à les moduler et les adapter.

Enfin, la déclinaison d'un ordre global, en l'occurrence le « régime d'accumulation financiarisé », dans un ordre local n'est un simple changement d'échelle. Par exemple, en ce qui concerne l'agriculture française des trente glorieuses, Robert Boyer note que l'on a davantage eu à faire à une « *agriculture du fordisme plus qu'une agriculture fordiste* » (Boyer 1995) en raison de la persistance d'un « rapport salarial » original notamment. De la même manière on peut se demander si aujourd'hui en Afrique du sud, nous allons plutôt vers une agriculture financiarisé ou une agriculture de la financiarisation ? Autrement dit est-ce que l'agriculture constitue réellement une classe d'actifs comme les autres, c'est-à-dire un espace de valorisation du capital ; ou bien est-ce que l'agriculture remplit une fonction originale et singulière dans le régime d'accumulation financiarisé.

Le rapport financier, autrement dit le dispositif d'intermédiation financier, impacte donc les formes et l'intensité de la sectorisation ou de la déssectorisation de l'agriculture. Mais par ailleurs, le processus de sectorisation est

« le résultat d'un processus d'acquisition, par l'Etat, de compétences sur un problème donné, et de légitimité à y exercer son autorité » (Jacquot et Halpern 2015, 109).

Par conséquent, avant de conclure à la déssectorisation de l'agriculture il faut considérer le rôle de l'Etat. Comme nous allons le voir dans la partie suivante, l'Etat n'a pas disparu, au contraire, l'émergence des filières du *private equity* illustre les transformations de l'action publique.

## 2. L'Etat dans les filières du *private equity*

Jusqu'à présent, le rôle de l'Etat dans l'émergence et le développement des filières agro-financières du *private equity* est resté dans l'ombre. Si nous avons évoqué l'engagement des institutions financières de développement dans plusieurs des fonds et des firmes de notre panel, nous avons surtout insisté sur la convergence entre ces administrations publiques et les organisations d'investisseurs privés. A l'inverse nous souhaitons maintenant systématiser l'analyse du rôle de l'Etat dans la promotion du *private equity* comme dispositif d'intermédiation financière dans le secteur agricole. L'Etat sud-africain est au cœur de notre analyse, toutefois, les engagements et les rôles d'autres Etats africains et européens seront aussi évoqués, notamment à titre comparatif.

Dans un premier temps, nous reviendrons sur les formes de participation de l'Etat aux filières de notre panel. Il apparaît deux formes d'action publique distinctes mais complémentaires. Premièrement, l'Etat est régulateur lorsqu'il produit un cadre législatif et normatif favorable à ces circuits de capitaux. Deuxièmement, l'Etat est investisseur en prenant des participations dans des fonds et des firmes de *private equity*. Le *private equity* est donc promu comme « instrument de politique publique » (Lascoumes et Galès 2004) et nous analyserons dans un deuxième temps les mutations en cours de l'Etat sud-africain notamment dans ses relations avec la société. Si le *private equity* tend à remettre en cause l'échelon sectoriel comme nous l'avons évoqué dans la partie précédente, comment l'Etat se saisit-il du social ? Enfin, si le *private equity* contribue à transformer le secteur agricole, son importation dans cet espace social le transforme en retour et la promotion du *private equity* comme instrument de politique publique représente une hybridation importante du dispositif.

### 2.1. L'Etat-régulateur

Tout d'abord, l'Etat intervient en amont de la constitution des fonds et des firmes, lors de l'adoption et de la mise en œuvre de lois et de normes favorables au dispositif du *private equity*. Sabine Montagne dans le cas des Etats-Unis a montré comment la loi ERISA, adoptée en 1974, laquelle révisait le droit des *trusts* marque « la prise de pouvoir de la finance » et de la « logique financière de la liquidité » sur les fonds de pension au détriment des enjeux de la protection sociale (Montagne 2006).

L'Etat sud-africain en tant que législateur joue un rôle identique dans la « juridicisation » des pratiques financières et l'essor d'une industrie de la gestion pour compte de tiers et du *private equity* en Afrique du sud et en Afrique Australe. Si le *trust* est légalement reconnu dans le droit des affaires sud-africain, les gestionnaires de notre panel privilégient la forme juridique de la « société en commandite » pour créer leurs fonds et firmes d'investissement. Dans ce cas, l'Etat a joué un rôle de « régulateur par omission » en laissant se développer l'industrie du *private equity* sans la prendre explicitement comme objet de régulation jusqu'en 2011 et la réforme du *Pension Fund Act* (voir chapitre I). Cet amendement donne une première définition du *private equity* et augmente à 10% la part des capitaux des fonds de pension pouvant être alloué aux investissements alternatifs dont le *private equity*. Plus généralement, l'introduction des ratios directeurs dans la loi est un moyen privilégié de l'action publique de l'Etat régulateur<sup>39</sup>. Outre l'Afrique du sud, l'Ile Maurice héberge plusieurs fonds et firmes de notre panel grâce à la mise en place de politiques publiques d'*off-shorisation* (voir encadré 6.1).

Encadré 6.1: Les politiques publiques d'*off-shorisation* à l'Ile Maurice

Depuis les années 1990, les gouvernements mauriciens successifs ont mis en place des politiques publiques fiscales attractives pour favoriser l'implantation sur son sol des firmes et des fonds étrangers dont les activités sont tournées vers l'Afrique ou l'Asie. Ainsi le statut de « compagnie globale 1 » - *Global Business Company 1* - adopté en 2001 prévoit que l'impôt sur les entreprises soit plafonné à 3% et les exonère d'impôts sur les dividendes et sur les gains du capital. De plus, le pays a adopté dans sa législation les principes de la bonne gouvernance financière en vigueur au niveau international. Le pays n'est donc pas considéré comme paradis fiscal, au contraire, l'Ile Maurice est membre du forum mondial sur la transparence fiscale et l'échange de renseignements à des fins fiscales de l'OCDE. Enfin, les compagnies étrangères bénéficient tout particulièrement des accords de non double imposition signés par le gouvernement avec 36 pays en 2012 et en particulier avec bon nombre de pays africains notamment avec l'Afrique du sud depuis 1996<sup>40</sup>. Concrètement de tels accords permettent de bénéficier de la fiscalité sur les entreprises en vigueur à l'Ile Maurice au détriment des régimes fiscaux plus contraignant qui existe dans les pays des entreprises-cibles.

Mais l'Etat législateur et normalisateur ne rend pas seulement légalement possible la création de fonds ou de firmes d'investissement et il intervient au niveau des différentes étapes de la circulation des capitaux. Premièrement, au niveau des entreprises-cibles, les Etats africains tendent à lever les entraves quant à la propriété étrangère et à « fluidifier » la circulation des capitaux étrangers dans leurs pays. Dans certains pays comme en Zambie, l'Agence de Développement Zambienne a mis en place en 2006 un bureau unique pour assister les investisseurs agricoles dans leurs démarches

<sup>39</sup> Par exemple, le gouvernement du Swaziland a inséré une mesure, dans le cadre de l'*Insurance Act* de 2005 qui marque aussi la privatisation du secteur de l'assurance, selon laquelle toutes les compagnies d'assurances et les fonds de pensions enregistrées au Swaziland doivent investir au minimum 30% de leurs actifs dans l'économie locale.

<sup>40</sup> République d'Afrique du sud et République de l'Ile Maurice, Accord de non double-taxation, 1996.

administratives (Chu 2013). De plus, la compagnie Faucon a signé en 2009 avec l'Etat zambien un accord d'investissement *-Investment Protect and Promoted Agreement-* qui donne aux investisseurs des garanties quant aux possibilités de retrait de leurs capitaux du pays. Enfin, une inflation législative et normative en matière de droit des affaires et de droit des contrats s'est enclenchée afin d'attirer les investisseurs comme le souligne AT, consultant pour plusieurs fonds de *private equity* en Afrique subsaharienne :

« AD : Est-ce que l'environnement légal actuel favorise l'essor du *private equity* ?

AT : Oui, il y a des lois sur les contrats beaucoup plus strictes ce qui est fondamental pour la stabilité d'un environnement ou l'attractivité d'un environnement. Quelle est la force du droit des contrats ? Si tu as une location foncière, si tu as des titres, si tu as des actions dans un business, est ce que tes droits seront défendus dans un tribunal s'ils sont menacés ? Auparavant dans les pires scénarios, des business ont été nationalisés et des gens ont tout perdu. Mais ce genre de chose n'arrive plus trop de nos jours. Bien sûr il y a des risques, et il y a encore des pays qui sont interdits pour les investisseurs. L'exemple classique c'est le Zimbabwe. Mais en général à travers le continent africain il y a des PIB plus élevés...plus de flux de capitaux étrangers. Je pense que c'est un indicateur fondamental de...l'attractivité d'un environnement. Si il y a plus de flux de capitaux étrangers, le droit des contrats et le climat des affaires sont très favorables »<sup>41</sup>.

Ainsi, l'objectif de ces efforts législatifs est de capter les flux d'investissement étrangers. En matière de politique agricole, il existe des déclinaisons sectorielles à ces orientations de politique publique. Ainsi la fondation Bill et Melinda Gates a entrepris un programme d'accompagnement de 5 gouvernements africains pour la réforme des cadres réglementaires en vigueur dans l'agriculture en vue d'attirer les investisseurs étrangers<sup>42</sup>.

Comme le souligne Oliver Vallée, il y a eu au cours de la dernière décennie un changement dans les règles du jeu de l'allocation des capitaux internationaux en Afrique subsaharienne. En effet, les Etats ne sont plus, ou moins, tenus de respecter les objectifs fixés par les institutions internationales de développement à commencer par la Banque mondiale, mais de mettre en place des politiques publiques favorables à la circulation des capitaux :

« les marchés financiers donnent des marges de manœuvre au capital indigène comme aux Etats qui, si elles n'excluent pas des contraintes, allègent du moins celles du consensus de Washington » (Vallée 2011, 85-86).

---

<sup>41</sup> Entretien téléphonique AT, Consultant spécialisé dans les investissements agricole en Afrique ; ex-chargé d'investissement pour la CDC, 23 mars 2015.

<sup>42</sup> Ecofin, « Bill Gates finance la refonte du cadre des investissements agricoles privés dans 5 pays africains », 2 mars 2015.



Ainsi, l'action publique en matière économique et financière des Etats africains s'affranchit partiellement des contraintes de l'ajustement structurel et de « l'économie politique de la dette » (Vallée 1999) et tend vers le modèle de l'Etat-régulateur tel qu'il s'est développé dans les pays du Nord :

*« le rôle des Etats, dans les pays riches, est généralement cantonné aux règles qui sont censés permettre un fonctionnement des marchés proche des marchés théoriques néo-classiques : une égalité de tous les acteurs, dont le poids spécifiques ne dépend que de leurs capacités monétaires (et pas de leur statut par exemple) et une transparence informationnelle qui devrait permettre à tous les acteurs d'avoir toute l'information disponible en même temps »* (Ortiz 2008, 39).

Enfin, les Etats adoptent les normes culturelles favorables à la circulation des capitaux. Ainsi la normalisation comptable entreprise par le gouvernement sud-africain dans le cadre de la révision du *Company Act* en 2008 vise à mettre en conformité l'économie sud-africaine avec les normes anglo-saxonnes dominantes sur la scène internationale. Ce travail législatif de mise en conformité s'inscrit alors dans la compétition mondiale entre les Etats dont l'objectif est de capter les flux de capitaux des investisseurs institutionnels. Par ailleurs, les politiques éducatives en faveur des cursus financiers et comptables développés dans les universités sud-africaines ou bien la création de marchés boursiers comme en Ethiopie (Vallée 2011) s'inscrivent dans le développement des « infrastructures de marché » nécessaire à la libre circulation du capital.

La capacité des administrations publiques et des gouvernements à attirer des investisseurs privés s'impose donc comme un critère d'évaluation du « bon » gouvernement en Afrique sub-saharienne. Ainsi, les gouvernements des pays-cibles n'hésitent pas à se mettre en scène aux cotés des investisseurs et des gestionnaires de notre panel et à revendiquer la « paternité » sur les retombées positives de ces projets privés. Au Swaziland par exemple, le ministre de l'agriculture s'est affiché dans la presse aux cotés des gestionnaires du fonds d'Old Mutual. La récupération politique des projets d'investissement des fonds et des firmes de *private equity* serait liée au niveau de développement des économies nationales selon ce chargé d'investissement chez FUU :

*« AD : Qu'est ce qui change entre votre fonds en Afrique du sud et celui au Swaziland ?*

*TR : En Afrique...si tu investis ici 100 millions rands ou 20 millions d'euros, en Afrique du sud on va dire c'est un investissement qui passe, c'est un truc commercial. Ce n'est pas 10 000 hectares ou un truc comme ça. Si tu investis 20 millions d'euros au Swazi c'est un deal qui attire l'attention, qui attire le truc public, donc le ministère veut être impliqué parce que tu as forcément des répercussions en terme économiques, de taxes, en termes d'emplois(...)*

*AD : Donc le ministère veut avoir son nom accolé ?*

*TR : Arrivé à une certaine taille d'investissement il y a un côté stratégique pour le pays. Il veut y être associé d'une manière ou d'une autre. Chacun a son agenda, il y a les agendas individuels, les agendas politiques. Par exemple sur ce projet...notre projet permet au pays d'être autosuffisant en lait par exemple. Enfin va contribuer, parce qu'il y a un déficit assez important quand même. Donc c'est...une espèce de notion d'intérêt public. Donc ça tu ne peux pas y échapper. Après...tout simplement il y a des investissements qui n'échappent pas au radar. Tu peux vouloir rester en deca de ça, mais quand le gouvernement, les autorités publiques, ils t'ont repéré, ils veulent te rencontrer et ben tu n'as pas le choix, tu ne peux pas faire autrement en fait »<sup>43</sup>.*

Les Etats africains les plus démunis, comme le Swaziland, instrumentalisent les flux de capitaux étrangers et les projets des investisseurs institutionnels pour mettre en scène leur activisme et renforcer leur autorité.

L'Etat-régulateur intervient donc prioritairement en amont de la création des fonds et des firmes de *private equity*, à travers la mise en place d'un cadre institutionnel qui permette aux entreprises nationales d'être compétitive sur le marché global des capitaux. Mais l'Etat-régulateur apparaît aussi parfois au cours de la vie du fonds ou de la firme dans le cadre de procédures d'arbitrage. A ce titre, l'Afrique du sud dispose d'une commission de la concurrence –*competition commission*, une institution publique sous la tutelle du ministère du commerce et de l'industrie chargée de garantir la libre concurrence sur les marchés. La commission est particulièrement attentive aux transactions, fusions et acquisitions, d'entreprises dont les parties-prenantes ont l'obligation légale de délivrer les détails à la commission. Par ailleurs, la commission dispose de son propre tribunal qui peut être saisi, en première instance et en appel, en cas de litige. La commission statue sur la conformité d'une transaction avec les principes de « la concurrence libre et non-faussée »<sup>44</sup> d'une part et de « l'intérêt général » d'autre part en vertu du *Competition Act* (1998). Cependant la conception de « l'intérêt général » adoptée est très restrictive et technique<sup>45</sup>, évacuant les dimensions politiques comme l'illustre le cas de la procédure qui a ponctué l'acquisition de la compagnie Afgri par la holding Agriteam (voir encadré 6.2). Comme le note Néo Chabane et ses collègues, la commission est une institution « néolibérale » qui promeut des formes d'arbitrage et de « régulation privée » (Chabane, Rakhudu, et Roberts 2008).

---

<sup>43</sup> Entretien TR, chargé d'investissement, FUU, Le Cap, 23 mars 2015.

<sup>44</sup> En vertu du *Competition Act* (1998), la commission est alors particulièrement attentive aux pratiques de concentration verticale ou horizontale ; aux abus de position dominante ; et aux opérations de fusions et acquisitions.

<sup>45</sup> « Lorsque la commission doit décider si une fusion ou acquisition est justifiée ou non en vertu de l'intérêt public, la Commission de la concurrence ou le Tribunal de la concurrence doivent considérer les effets de la transaction sur (a) un secteur industriel ou une région particulier ; (b) l'emploi ; (c) la capacité des petites entreprises, ou des entreprises détenues ou contrôlées par des personnes historiquement désavantagées, à devenir compétitive ; et (d) la capacité des industries nationales à être compétitives sur les marchés internationaux ». République d'Afrique du sud, *Competition Act*, 1998 (traduction non-officielle de l'auteur).

Encadré 6.2 : Le jugement de la commission de la concurrence sur la transaction Afgri/Agriteam

A l'automne 2013, la holding Agriteam racheta l'entreprise Afgri, en partenariat avec les dirigeants de l'entreprise dans le cadre d'un projet de croissance sur le continent africain. La holding est composée d'une majorité d'investisseurs nord-américains –environ 60% des capitaux-, mais aussi de PIC, d'un BEE trust financé par PIC et enfin des directeurs sud-africains d'Afgri. Pourtant dans le même temps, un projet de rachat de l'entreprise concurrent était porté par le « *African Farmers' Association of South Africa* » (AFASA), un syndicat d'agriculteurs noirs qui représenterait 12 000 agriculteurs « émergents ». Leur politique d'investissement se distinguait de celle d'Agriteam puisque les actifs détenus par Afgri devaient permettre le renforcement –empowerment- des agriculteurs noirs au sein des filières agroalimentaires :

« Le projet est d'acquérir Afgri et de l'utiliser comme plateforme pour une participation accrue des populations noires à toute la filière agricole en Afrique du sud et au-delà des frontières sud-africaines. Cependant, le syndicat AFASA a indiqué très clairement depuis le début que l'Afrique du sud est la maison-mère et par conséquent les besoins sud-africains et les impératifs en termes de sécurité alimentaire dans le pays doivent être prioritaire, en s'assurant notamment que des entreprises comme Afgri deviennent des agents de la transformation dans ce qui continue d'être un secteur très fermé aux populations noires »<sup>46</sup>.

Pour bloquer le projet de rachat d'Afgri conduit par l'Agriteam, AFASA, allié au Parti Communiste sud-africain et au Ministère du développement économique, a saisi la commission de la concurrence<sup>47</sup>. Dans le cadre de la procédure d'arbitrage, cette coalition a insisté sur la position dominante de l'entreprise et son poids sur le maintien des inégalités raciales ; les risques relatifs à l'acquisition par des investisseurs étrangers d'une infrastructure stratégique comme les silos à grain<sup>48</sup> ; ou encore le risque de délocalisation de l'entreprise dans une juridiction moins contraignante en termes d'imposition. Cependant la commission de la concurrence s'est déclarée incompétente à statuer sur ces enjeux politiques qui échappaient à son mandat. Elle a finalement jugé la transaction conforme aux principes de la concurrence libre et non-faussée et aux quatre critères de l'intérêt général tels qu'ils sont définis dans le Competition Act.

Parallèlement à cette procédure, un accord a été signé fin 2013 entre le Ministère du développement économique d'une part, les dirigeants et les actionnaires d'Afgri d'autre part. Celui-ci garantissait notamment le maintien des activités de services financiers auprès des agriculteurs « émergents » et la

<sup>46</sup> AFASA, communiqué de presse, « *Afasa's reaction to media reports about Afgri's transaction* », 14 octobre 2013.

<sup>47</sup> Business Day, « *Farmers in bid to block R2.5bn Afgri sale* », 13 novembre 2013.

<sup>48</sup> Afgri détenant en 2013 selon la commission de la concurrence près de 25% des infrastructures de stockage de grain en Afrique du sud. Competition Tribunal, Agriteam versus Afgri (cas n° 017939), 15 avril 2014.

constitution par Afgri d'un fonds spécial dédié au soutien et au développement de ce groupe d'agriculteurs au cours des 5 années suivant la transaction.

L'Etat-régulateur concentre donc ses efforts vers la captation des flux de capitaux des investisseurs institutionnels. En complément, une autre figure de l'Etat se développe, notamment via le recours au *private equity*, l'Etat-investisseur.

## **2.2. L'Etat-investisseur : le *private equity* comme instrument de politique publique pour le développement**

Si les Etats africains, et notamment l'Afrique du sud, s'engagent dans un effort de normalisation de leurs économies, une autre figure de l'Etat est apparue au cours de notre enquête de terrain, celle de l'Etat-investisseur<sup>49</sup>. L'Etat sud-africain tout d'abord est engagé dans des fonds et des firmes de *private equity* comme investisseur à travers les institutions financières de développement nationales – la Banque de développement d'Afrique Australe (DBSA) - et régionale -la Banque Africaine de Développement (BAD)- mais aussi par l'intermédiaire du fonds de pension de la fonction publique géré par la Private Investment Corporation (PIC). La DBSA investit dans les fonds Agriculture and Agribusiness Fund (AAF) et Agri-life Fund, tandis que la BAD est présente au capital d'AAF, Agri-life Fund, Evolution Fund et African Century<sup>50</sup>. De son côté PIC investit dans le fonds CroissanceFutureAgri Fund I et dans la holding Agriteam, tandis qu'il est à la fois investisseur et gestionnaire du fonds Isibaya qui investit dans deux entreprises agricoles : Just Veggies et Southern Farms. Par ailleurs, les Etats du Nord et notamment les Etats européens, traditionnels pourvoyeurs de l'aide au développement, constituent le principal groupe d'investisseurs dans les fonds et les firmes de *private equity* de notre panel.

Selon Olivier Vallée :

*« l'essor du private equity traduit une innovation conceptuelle et permet un circuit de capital entièrement privé. Dans l'espace africain, ceci porte atteinte au monopole de la distribution des ressources économiques et symboliques qui appartenait aux puissances de la souveraineté nationale et de l'aide au développement » (Vallée 2011, 75).*

A l'inverse, au vue de l'engagement des Etats africains et des Etats européens, nous considérons que l'essor de cette industrie traduit davantage une reconfiguration des modes de distribution économique et du rôle des Etats, du Sud comme du Nord, dans les circuits de capitaux en Afrique sub-saharienne.

<sup>49</sup> Des travaux de sciences sociales ont analysé la figure d'un « Etat-actionnaire » notamment en France à travers le rôle de l'Agence des participations de l'Etat qui gère les participations de l'Etat dans des entreprises comme la SNCF par exemple (Delion 2008; Finez 2013). De même, l'Etat sud-africain est aussi un Etat-actionnaire par l'intermédiaire du fonds de pension de la fonction publique PIC, qui détient un large portefeuille d'actions comprenant les plus grosses capitalisation du JSE (Greenberg 2010). L'Etat-investisseur se distingue toutefois de l'Etat-actionnaire de par sa temporalité d'une part et de par les mécanismes concrets de l'intervention publique d'autre part.

<sup>50</sup> L'Industrial Development Corporation (IDC) est aussi présente au capital du Agri-life Fund mais son engagement dans des fonds de *private equity* est moindre.

Dans cette perspective, il est intéressant de considérer le *private equity* comme un instrument de politique publique et de s'interroger sur la promotion de ce dispositif d'intermédiation financière dans le répertoire d'action étatique.

L'approche de l'instrumentation de l'action publique a été développée par Pierre Lascoumes et Patrick Le Galès ; un instrument de politique publique est

« un dispositif à la fois technique et social qui organise des rapports sociaux spécifiques entre la puissance publique et ses destinataires en fonction des représentations et des significations dont il est porteur » (Lascoumes et Galès 2004, 13).

Les instruments sont notamment d'ordre juridique, comme les contrats de partenariat public-privé (Deffontaines 2013), ou financier, comme les produits de la dette publique étudiés par Benjamin Lemoine (Lemoine 2014). Ainsi, à partir de l'analyse de leur sélection, de leurs usages et de leurs effets, les auteurs s'intéressent aux reconfigurations de l'action publique et au redéploiement de l'Etat.

Les auteurs distinguent deux types d'effets produits par les instruments: les « *outputs* » qui portent sur la forme de l'action publique et les « *outcomes* » c'est-à-dire les effets sur les échanges entre l'Etat et la société (Halpern, Lascoumes, et Le Galès 2014). Tout d'abord, nous nous intéresserons donc aux mécanismes et aux objectifs sous-jacents de l'action publique *par* le *private equity*, puis dans la partie suivante nous analyserons les effets sur l'organisation de l'Etat et les formes du politique.

### **2.2.1. Renouveler le répertoire de l'action publique**

La mobilisation du *private equity* par l'Etat sud-africain d'une part et les Etats du Nord d'autre part rompt avec le répertoire d'action des politiques publiques agricoles et des politiques de développement en vigueur. L'action publique *par* le *private equity* se singularise en termes d'organisation du travail administratif, d'intermédiation des politiques publiques, de leur mode d'évaluation et enfin de l'échelle de ces politiques.

Premièrement, l'engagement des Etats dans les fonds et les firmes d'investissement se fait par deux canaux : les institutions financières de développement et le fonds de pension de la fonction publique. Si les modes de gouvernance et l'origine des capitaux diffèrent entre les deux types d'organisations celles-ci sont en Afrique du sud toutes deux sous la tutelle du ministère des finances et responsable devant le parlement<sup>51</sup>. Au sein de ces établissements publics, l'organisation et la division du travail sont guidées par une « agence financière » (voir chapitre II) qui les fait tendre vers le modèle organisationnel des investisseurs institutionnels. Par ailleurs, il existe des passerelles entre le personnel de ces deux types d'institutions<sup>52</sup>. Ces derniers portent un « savoir d'Etat » financier qui s'apparente à

---

<sup>51</sup> Voir, République d'Afrique du sud, Public Investment corporation Act, 2004 et Development Bank Of Southern Africa Act, 1997

<sup>52</sup> Il y a des va et vient du personnel d'une institution à l'autre. NdA par exemple l'actuel directeur du fonds Isibaya à PIC a travaillé entre 2000 et 2008 au sein de l'institution financière de développement IDC.

une « nouvelle technique de gouvernement », et ils incarnent donc une « élite administrative » en concurrence notamment avec les « macroéconomistes » (Hibou et Samuel 2011) et les « notables du droit » (Dezalay et Garth 2006).

La promotion du *private equity* comme instrument de politique publique contraint les formes de l'action publique. Tout d'abord, le périmètre d'intervention réel des pouvoirs publics est limité par leur capacité à nouer un partenariat avec une société de gestion prête à assurer la gestion opérationnelle des capitaux. En effet, les IFD se positionnent par rapport à une offre existante ce qui réduit leur champ d'intervention. Le directeur de la division *private equity* à l'OPIC illustre cette double relation au marché, à la fois comme contrainte et comme opportunité, à travers l'exemple de leurs interventions récentes dans le secteur agricole :

*« AD : Est-ce que l'agriculture a toujours fait partie de votre mandat*

*CE : Je ne me rappelle plus exactement...quand l'agriculture est devenu une priorité. Mais je dirais que c'est une fonction du marché. Dans une certaine mesure, on se laisse guider...donc si le marché il y a 10 ou 15 ans n'était pas intéressé par des investissements dans l'agriculture nous ne pouvions pas forcer notre comité d'investissement à investir dans l'agriculture parce qu'il n'y avait pas assez de gestionnaires pour supporter notre intérêt. Nous devons travailler avec le marché et laisser le marché décider quelles sont les opportunités. Donc depuis 5 ans, la place de l'agriculture dans le contexte du *private equity* est beaucoup plus importante...Et doucement mais sûrement on voit la seconde phase...Donc il faut juste laisser le marché évoluer jusqu'au moment où ça a du sens d'investir des capitaux privés. Parce qu'on ne force pas un investissement....on gère les opportunités de marché. Donc en 2011, 2012 et quelques années auparavant, les opportunités dans l'agriculture ont vraiment commencé à...à voir le jour »<sup>53</sup>.*

Ainsi les IFD et les fonds de pension publics sont contraints par l'état de l'offre et de la demande sur les marchés du *private equity*. Par ailleurs, dans le cadre d'un partenariat avec le gestionnaire, l'Etat intervient prioritairement à travers l'introduction de clauses contractuelles dans la politique d'investissement et la documentation juridique du fonds ou de la firme (voir chapitre IV). Le contrat de partenariat du fonds Agriculture and Agribusiness Fund (AAF) par exemple intègre un système de quota pour assurer une répartition des capitaux à la fois au niveau géographique et au niveau des filières de production. La définition des clauses et des contrats est le produit d'intenses négociations entre investisseurs et gestionnaires ou chacune des parties fait valoir ses objectifs et sa rationalité propre. D'un côté, les institutions financières de développement font valoir leurs mandats politiques en faveur de la sécurité alimentaire et du développement agricole. Mais de l'autre côté, les gestionnaires défendent la rationalité de l'instrument financier en termes de gestion des risques et d'impératifs de

---

<sup>53</sup> Entretien téléphonique CE, directeur du département *private equity*, OPIC, 12 mai 2014.

rendement. Ainsi, par la voie des gestionnaires, le *private equity* délimite les termes et les enjeux de la négociation et le champ du possible de l'action publique. Autrement dit, l'instrument cadre le réel d'une part et les mécanismes de l'action public d'autre part. Par ailleurs, les contrats de partenariat des fonds et des firmes de notre panel mobilisent un large panel de standards et de certifications privées que l'on peut assimiler à des politiques publiques privatisées (Fouilleux 2015). L'introduction de clauses contractuelles, de quotas chiffrés et de normes de bonne gouvernance<sup>54</sup> sont les moyens privilégiés par les institutions publiques pour atteindre leurs objectifs.

Enfin, au cours de la durée de vie du partenariat les administrations publiques se mettent volontairement en retrait, afin de ne pas interférer sur le fonctionnement "normal" du dispositif. Par exemple au sein du fonds AAF, les deux institutions financières de développement à l'origine du projet, l'AFD et la Banque Africaine de Développement, siègent au comité d'investissement mais en tant que simples observateurs privés de droit de vote.

Via le recours au *private equity*, l'Etat se pose donc en puissance normalisatrice, en amont de la mise en marche effective des fonds ou des firmes de *private equity*. Cet instrument de politique publique s'apparente à un partenariat public-privé financier dans lequel l'Etat se dessaisit de la gestion opérationnelle des politiques publiques, laquelle est déléguée à un opérateur privé via un contrat entre les deux parties. La mobilisation du *private equity* s'inscrit donc dans la diffusion d'une « agence financière » au cœur de l'Etat marqué par le rôle accru des institutions financières publiques. Via le *private equity* l'Etat tend à gouverner comme un investisseur institutionnel en ce qui concerne l'organisation du travail d'allocation des capitaux d'une part et les mécanismes de contrôle mis en place pour encadrer cette circulation d'autre part.

Deuxièmement, la mobilisation du *private equity* promeut une nouvelle figure d'opérateur ou de courtier des politiques publiques agricoles, à savoir les sociétés de gestion d'actifs. Ces opérateurs privés tranchent avec les figures du courtier propre aux politiques de développement agricole en Afrique du sud et en Afrique sub-saharienne. En Afrique sub-saharienne, Thomas Bierschenk, Jean-Pierre Chauveau et Jean-Pierre Olivier de Sardan ont conduit une analyse anthropologique d'un groupe disparate de « courtiers » qui émergent dans le cadre des politiques de développement en Afrique de l'ouest (Bierschenk, Chauveau, et Olivier de Sardan 2000). Positionnés à l'interface entre les « donateurs » et les « bénéficiaires », les « courtiers locaux en développement », qu'ils soient agents de l'Etat, personnels politiques ou dirigeants d'associations, contribuent activement à définir et opérationnaliser les projets de développement. Mais les « intermédiaires », publics ou privés, interviennent plus généralement dans la problématisation et la mise en application de toutes politiques publiques grâce à leurs capacité à se positionner à l'interface entre deux ou plusieurs espaces sociaux

---

<sup>54</sup> Comme par exemple les normes de performance en matière de durabilité environnementale et sociale de l'IFC.

différenciés<sup>55</sup> (Nay et Smith 2002). Par exemple en Afrique du sud, l'élite de la profession agricole a constitué pendant l'apartheid un groupe relativement homogène d'intermédiaire des politiques agricoles.

A l'inverse, les gestionnaires d'actifs sont des acteurs externes aux « arènes locales » (Bierschenk, Chauveau, et Olivier de Sardan 2000). Le personnel de sociétés de gestion est issu de l'industrie financière et compte souvent des expériences professionnelles dans les grands cabinets d'audit internationaux ou les institutions financières de développement. Par ailleurs ce personnel se caractérise par une forte mobilité à l'international, et donc un ancrage moindre vis-à-vis des enjeux politiques et sociaux de l'Afrique du sud en particulier. Ainsi, ce groupe d'intermédiaire des politiques publiques *par le private equity* se caractérise par une expertise financière transectorielles et transnationales. A ce titre, ce groupe d'acteurs se rapprochent des experts en développement analysé par James Ferguson lesquels détiennent eux aussi « une expertise indifférenciée » mais en matière de développement (Ferguson 1990). Outre leurs profils, ces opérateurs de politique publique se distinguent aussi par leurs modes de recrutement. En effet, ils sont engagés comme intermédiaire via des contrats limités dans le temps sur un marché des opérateurs, en l'occurrence le marché des gestionnaires d'actifs sud-africain. Les gestionnaires d'actifs sont alors des « entrepreneurs de la médiation » qui prolifèrent dans le cadre d'un mode de gouvernement par « contrat d'action publique » (Gaudin, 1999). Le recours à de tels intermédiaires peut alors s'analyser comme une nouvelle déclinaison de la « décharge » des fonctions de l'Etat vers des opérateurs privées<sup>56</sup> (Hibou, 1999a ; Hibou, 1999b).

Les politiques publiques *par le private equity* se distinguent troisièmement par leurs modes d'évaluation. Tout d'abord, la rentabilité des politiques publiques, et des institutions chargées de leur mise en œuvre, s'impose de plus en plus comme un principe cardinal d'évaluation de leur efficacité. Cette question de la rentabilité est d'autant plus prégnante dans un contexte de réduction globale des dotations de l'Etat et d'injonctions répétées à une meilleure gestion des ressources publiques. Ainsi, un bon gouvernement est celui qui réalise de bonnes affaires et l'Etat est donc évalué comme un agent économique rationnel. Grace à l'efficacité économique et financière supposée du dispositif du *private equity*, celui-ci s'impose dans le répertoire du *new public management* (Bezes et Musselin 2015). Ainsi la Banque africaine de développement déclare dans la brochure de présentation de ses activités de *private equity* :

---

<sup>55</sup> Olivier Nay et Andy Smith donnent la définition suivante des « intermédiaires politiques » : « Ces acteurs, tels que nous les entendons, se distinguent par leur aptitude à intervenir dans différentes arènes dont les règles, les procédures, les savoirs et les représentations peuvent être sensiblement éloignés. Ils forment aussi leur compétence sociale par leur capacité à se poser en relais entre des groupes, des milieux, des organisations dont les intérêts divergent, mais parallèlement tenus de coopérer, de travailler ensemble. Ils sont tenus de maîtriser (plus ou moins bien) une pluralité de rôles et de connaissances, et de les mettre en œuvre en différents lieux de l'espace social » (Nay et Smith 2002, 59).

<sup>56</sup> « La décharge qui caractérisait les sociétés non bureaucratisées et ne s'appuyant pas ou peu sur un appareil gestionnaire constitue une modalité d'exercice du pouvoir qui évite le coût d'un appareil administratif important » (Hibou 1999, 6).



« Nous sommes généralement d'accord sur le fait que, si les rendements sont bons, le développement suit » (BAD 2012, 17).

En se focalisant sur les indicateurs de la rentabilité et de l'efficacité financière les administrations en charge des politiques publiques *par le private equity* tendent à dépolitiser les critères d'évaluation des politiques publiques.

Par ailleurs, dans le cadre de la promotion du *private equity*, les administrations publiques tendent à externaliser les procédures d'évaluation et de suivi des politiques publiques via le recours à des cabinets d'audit. Les fonds et les firmes de notre panel sont audités régulièrement sur la base de la documentation juridique adoptée par les gestionnaires et les investisseurs. L'intégration de quotas chiffrés aux contrats, plutôt que des principes d'action généraux par exemple, permet d'en déléguer le suivi et l'évaluation à cette partie-tiers dont les critères d'évaluation se veulent purement techniques. Selon Michael Power, l'audit est « *un repère chargé d'assurer la légitimité de l'action* » qui correspond à une forme particulière de gouvernement que l'auteur qualifie de « surveillance indirecte » de l'Etat (Power 2005).

Enfin, un quatrième et dernier changement induit par la mobilisation du *private equity* est le changement d'échelle des politiques publiques tant au niveau des bénéficiaires que des décideurs. Les fonds et les firmes de *private equity* dans lesquels s'est engagé l'Etat sud-africain ne sont pas seulement actif sur le territoire sud-africain mais à l'échelle régionale voir parfois comme le fonds AAF, à l'échelle du continent. Cette approche transnationale contribue à dissoudre les configurations sociales et politiques nationales au profit d'une approche par les seules entreprises privées.

Aux côtés du gouvernement sud-africain, d'autres Etats et d'autres organisations internationales s'engagent via leurs institutions financières de développement et d'autres institutions financières publiques. Les politiques publiques *par le private equity* sont quasi-systématiquement des politiques multilatérales dont la définition et le suivi se situent à un niveau supranational. Les négociations multilatérales qui précèdent la constitution d'un fonds ou d'une firme réduit l'influence de chaque administration publique au bénéfice des gestionnaires, lesquels jouent un rôle prépondérant dans la définition d'un plus petit dénominateur commun entre les parties. Il est intéressant de noter par ailleurs que les institutions régionales et multilatérales (BAD, IFC) sont particulièrement engagées dans la promotion du *private equity* comme instrument de politique publique. La mobilisation de cet instrument transnational et transectoriel semble leur permettre de contourner la puissance de l'Etat et sa capacité à monopoliser les échanges avec la société et ses secteurs.

L'émergence du *private equity* dans le répertoire d'action des pouvoirs publics illustre la transformation des formes d'intervention de l'Etat. Mais par ailleurs, ce nouvel instrument reflète une évolution des « référentiels » de politiques publiques de développement. Ainsi, nous allons maintenant nous intéresser aux objectifs assignés aux politiques publiques agricoles *par le private equity*.

### **2.2.2. Les référentiels des politiques publiques de développement par le *private equity***

La promotion du *private equity* comme instrument de politique publique illustre un renouvellement du paradigme du développement économique. Le partenaire senior de la société de gestion Mafissa détaille dans un entretien accordé à la newsletter « *How we made it in Africa* » leur conception du développement :

*« Si il y a une opportunité d'investir dans un projet mais que ça ne crée pas de nouveaux emplois, nous allons cependant réaliser la transaction parce qu'il y aura du développement d'une autre manière. Il y aura du développement dans les entreprises auxiliaires autour de l'entreprise dans laquelle nous investissons. Si nous développons l'entreprise, elle payera plus de taxes au gouvernement. Le simple fait de montrer que l'on peut faire de l'argent en Afrique va attirer davantage de capitaux de l'étranger. Si tu regardes les Etats-Unis ou l'Europe, les gens n'avaient pas de focus sur le 'développement', c'était du pur capitalisme. Donc nous avons labellisé notre approche development equity »<sup>57</sup>.*

A travers cet extrait d'entretien apparaisse trois traits d'un modèle original du développement économique :

- Premièrement, l'entreprise privée est le vecteur et le moteur du développement au détriment des autres acteurs des territoires ruraux et de l'agriculture comme les coopératives de producteurs par exemple. La croissance des entreprises privées doit bénéficier aussi aux populations locales et aux administrations publiques grâce au « ruissèlement » descendant de capitaux.
- Deuxièmement, les politiques de développement économique sont fortement orientées vers la mobilisation des capitaux des investisseurs institutionnels ; autrement dit, les politiques de développement s'apparentent de plus en plus à des politiques de l'effet levier (chapitre I).
- Troisièmement, les savoir-faire et les compétences spécifiques aux politiques publiques de développement et de coopération dans les pays du Sud sont remis en cause au profit d'une approche du développement transversale focalisée sur la seule croissance microéconomique. Ainsi, il y aurait une convergence des « modèles de développement » entre les pays mais aussi entre les différents secteurs.

Dans le cadre de ce référentiel du développement, l'action publique tend vers la promotion de « nouvelles classes d'actifs » qui bénéficient d'une reconnaissance sur les marchés de capitaux afin de drainer les capitaux des investisseurs institutionnels. Autrement dit, il s'agit pour les IFD et le fonds de pension de la fonction publique de « boucher les trous du marché » et de tracer les sillons pour « irriguer » tous les secteurs économiques. L'engagement des institutions financières publiques dans

---

<sup>57</sup> How we made it in Africa, « *No two days are the same in African private equity* », 19 février 2014.

les fonds et les firmes de *private equity* dédiés à l'agriculture s'inscrit donc dans la promotion d'une classe d'actifs agricoles et dans la « mise en marché » du financement des agricultures africaines. Outre leur contribution financière, les IFD développent des innovations juridiques et techniques, comme par exemple les trois paliers d'action introduits dans le fonds AAF (voir chapitre III), afin de stimuler la rentabilité de cette classe d'actifs émergente.

Appliqué à l'agriculture, le référentiel transversal du développement met l'accent sur la productivité et la compétitivité des entreprises et se traduit par une « *réactivation de l'imaginaire productionniste de la révolution verte* » (Bernard de Raymond et Goulet 2014, 9). Cette approche élude les enjeux plus politiques relatifs aux modèles de développement agricole, et notamment l'opposition entre le droit des peuples à être nourris et le droit des peuples à se nourrir eux-mêmes (Hervieu 1996). En effet, les gestionnaires ne prétendent pas incarner un modèle de développement agricole spécifique, que ce soit en faveur des grandes cultures intensives et mécanisées ou des petites exploitations familiales. Dans les deux cas, les gestionnaires promeuvent des solutions de marché comme l'illustre une chargée d'investissement au sein de Dalvabank Agri :

« AD : Est-ce que vous avez un modèle de développement agricole ?

KG : Nous n'avons pas vraiment de modèle que nous essayons d'imposer à nos business. Notre croyance c'est plutôt qu'il y a besoin des deux...pour avoir un impact sur la sécurité alimentaire en Afrique. Nous avons besoin des petits producteurs et des agriculteurs commerciaux. Les deux produisent quelque chose. Et le débat ne devrait pas être sur lequel est le meilleur, mais plutôt sur comment les équiper pour qu'ils soient chacun plus efficace dans ce qu'ils font ? Bien sûr sans petits producteurs...Nous cherchons à mécaniser leurs exploitations pour qu'ils deviennent plus efficaces, ils peuvent amener leurs produits sur les marchés plus rapidement. Donc on les aide à améliorer ça. Mais on aide aussi les agriculteurs commerciaux à franchir l'étape suivante. Donc si tu vends bien sur le marché local est ce que l'on peut commencer à exporter ? Est-ce que l'on peut aller vers d'autres marchés africains ? Donc on essaye vraiment de s'engager avec les deux... de créer de la valeur pour chacun...les aider à franchir un palier »<sup>58</sup>.

Le double impératif de la croissance des entreprises privées et de la mobilisation des capitaux des investisseurs institutionnels prend le pas sur d'autres considérations politiques et notamment le soutien aux agriculteurs africains « émergents » dans une société postapartheid, comme l'illustre l'exemple du rachat d'Afgri en 2013. Le gouvernement a alors soutenu le projet de rachat porté par un conglomérat d'investisseurs étrangers en partenariat avec les directeurs de la compagnie, au détriment du projet d'AFASA, le syndicat des producteurs « africains », lequel promouvait la participation économique et le développement des capacités des populations africaines dans le secteur agricole. Le soutien du

---

<sup>58</sup> Entretien téléphonique KG, chargée d'investissement 1, Dalvabank Agri, 3 mars 2015.

gouvernement à cette transaction est protéiforme. Tout d'abord le fonds de pension de la fonction publique s'est financièrement engagé dans l'opération en acquérant 20% de l'entreprise d'une part et en finançant la constitution d'un « *Black Economic Empowerment Trust* » qui détient 15% du capital d'Afgri. Ensuite, au cours de la procédure à la commission de la concurrence, malgré l'opposition initiale de certains ministères le gouvernement s'est rallié au projet d'Agriteam et un accord a même été signé avec les dirigeants et les nouveaux actionnaires d'Afgri. Comme le résume le directeur financier de la *Land Bank* le soutien au projet d'Agriteam s'explique par une rationalité financière et apolitique :

« AD : Quelle était la position de la *Land Bank* à propos du rachat d'Afgri ?

LS : De notre côté, nous avons adopté une vue commerciale en comparant ce qu'était l'entreprise avant l'acquisition et ce qui allait se passer, selon nous, après l'acquisition. Donc ils devaient injecter de l'argent dans le business ; ils devaient aussi renforcer le business et le bilan de l'entreprise. La seule question que l'on s'est posée est : est-ce que cette acquisition renforce ou affaiblit notre partenariat ? C'est ainsi que nous prenons toutes nos décisions, seulement sur la base d'une logique commerciale »<sup>59</sup>.

Par ailleurs en Afrique du sud, le *private equity* est un instrument de la redistribution au profit des populations discriminées sous l'apartheid. Toutefois, cet instrument privilégie un modèle de redistribution « par le haut » comme l'illustre par exemple le rachat d'Afgri<sup>60</sup>. D'une part, le « *Black Economic Empowerment trust* » est dominé par quelques entrepreneurs africains proche des réseaux de pouvoir de l'ANC qualifiés par Bill Freund d' « élite BEE »<sup>61</sup> (Freund 2007). D'autre part, ces mécanismes de redistribution sont conçus et mis en œuvre par les dirigeants et les actionnaires des entreprises sans réelle concertation avec les bénéficiaires. Le *private equity* est un instrument flexible et transectoriel puisque celui-ci permet de concilier un objectif de sécurité alimentaire avec un objectif de transformation raciale et sociale. Pourtant ces objectifs constituent les deux pôles, antagonistes, de l'action publique sectorielle sud-africaine, comme l'illustre par exemple la coexistence de deux ministères distincts depuis 2008 : le ministère de l'agriculture, de la forêt et de la pêche d'une part, le ministère du développement rural et de la réforme foncière d'autre part.

Le *private equity* reste toutefois un instrument marginal au sein des politiques publiques de développement, à la fois du développement international et du développement agricole en Afrique du sud. Les deux ministères sud-africains en charge de l'agriculture et du développement agricole par

---

<sup>59</sup> Entretien LS, directeur financier, *Land Bank*, Sandton, 25 mars 2015.

<sup>60</sup> Henry Bernstein cite d'autres exemples d'acquisition antérieures d'entreprises agricoles ou agroalimentaires qui comportaient un volet BEE (Bernstein 2013).

<sup>61</sup> Ainsi KM, le principal actionnaire du BEE trust qui siège désormais au conseil d'administration d'Afgri est un entrepreneur de la province du Limpopo, neveu d'un des principales figures de la nouvelle élite africaine et ami intime de Nelson Mandela.

exemple disposent chacun de leurs propres palettes d'instruments de politique agricole qui perpétuent une action publique sectorielle dans ce domaine<sup>62</sup>, au même titre que le ministère du développement économique. Cependant, la promotion de cet instrument s'inscrit dans une problématisation transectorielle de l'action publique focalisée sur la mise en marché des marges.

### 2.3. Reconfiguration et redéploiement de l'Etat

Selon Pierre Lascoumes et Patrick Le Galès « *l'instrument est un efficace traceur du changement* » de l'action publique (Lascoumes et Galès 2004). Par conséquent, il est intéressant d'élargir la focale de l'analyse pour considérer les « effets politiques » du *private equity*.

Sophie Jacquot et Charlotte Halpern souligne l'apport d'une approche par les instruments pour l'analyse du processus de sectorisation-désectorisation de l'action publique :

« *Observées sur la longue durée, la sédimentation et l'accumulation d'instruments contribuent à structurer l'évolution de ces espaces de représentation des intérêts et à en expliquer les principales caractéristiques en termes de répertoire d'action, de cadrage des problèmes publics et des résultats observés dans un système politique donné* » (Jacquot et Halpern 2015, 71).

A ce titre, le *private equity* est un « instrument de la désectorisation » qui s'inscrit plus largement dans la « *remise en cause du modèle néo-corporatiste de l'action publique* » (Jacquot et Halpern 2015). Les auteures identifient plusieurs caractéristiques propres aux instruments de désectorisation qui s'appliquent au *private equity*. Premièrement, le *private equity* mobilise des acteurs et des savoirs originaux à l'intérieur et à l'extérieur de l'Etat qui provoque « *une remise en cause de la monopolisation de l'expertise* » (Jacquot et Halpern 2015, 77). Ainsi, la promotion de cet instrument va de pair avec le renforcement d'une bureaucratie transectorielle, incarnée en particulier par les institutions financières de développement au détriment des détenteurs « historiques » de l'expertise agricoles que sont en Afrique du sud par exemple les ministères de l'agriculture et du développement rural<sup>63</sup>. Deuxièmement, ces instruments sont « *internes à la puissance publique* », c'est-à-dire que l'Etat tente de « *s'imposer à (lui-même) des règles de conduites* ». La promotion du *private equity* se traduit par l'adoption et la diffusion au sein des administrations publiques des normes de la bonne gestion financière empruntées aux investisseurs institutionnels : encadrement de la relation de délégation, suivi à distance. Enfin, la désectorisation est aussi cognitive, puisque le *private equity* conteste la compartimentation de l'action publique –entre développement économique national et développement international par exemple.

Comme le souligne Sophie Jacquot et Charlotte Halpern : « *le dépassement du secteur est aussi synonyme de dilution du politique* » (Jacquot et Halpern 2015, 79). La promotion du *private equity*

---

<sup>62</sup> Par exemple, les financements publics octroyés aux bénéficiaires de la réforme foncière (Anseeuw 2011).

<sup>63</sup> Ou les agences de coopérations dans le cadre des politiques de développement des pays du Nord.

contribue ainsi à dépolitiser la question de l'organisation économique et sociale de l'agriculture. D'une part en court-circuitant l'échelon sectoriel, cet instrument rompt avec les espaces de négociation historiquement constitués. D'autre part, la promotion du *private equity* induit une problématisation purement technique et financière de l'agriculture: comment augmenter les investissements privés, comment maximiser le « retour social » des investissements. Cette problématisation tend à confiner les enjeux agricoles dans des arènes dominées par des experts financiers. James Fergusson a souligné dès les années 1990 le processus de dépolitisation induit par les politiques de développement menées en Afrique sub-saharienne :

*« En réduisant systématiquement la pauvreté en un problème technique, et en promettant des solutions techniques aux souffrances des impuissants et des opprimés, la problématique dominante du développement est le principal moyen par lequel la question de la pauvreté est dépolitisée dans le monde aujourd'hui » (Ferguson 1990, 256).*

Les politiques de développement par le *private equity* s'inscrivent elles-aussi dans une problématisation technique et dans « le mythe de la dépolitisation de l'action publique » (Jobert 2003) à travers la technicisation, la contractualisation ou encore la diffusion des « logiques de quantification » (Halpern, Lascoumes, et Le Galès 2014).

La promotion du *private equity* traduit la mise en œuvre de « politiques de financiarisation »<sup>64</sup>, autrement dit

*« c'est comme si les Etats considéraient de plus en plus les questions publiques en termes d'investissements qui peuvent être aussi bien traités par les investisseurs que par les Etats eux-mêmes » (Chiapello 2014, 30-32).*

La structure économique et sociale est de moins en moins perçue à travers le prisme des secteurs mais plutôt comme des classes d'actifs, en concurrence les unes avec les autres afin de capter les capitaux des investisseurs institutionnels. Le soutien de l'Etat aux entrepreneurs financiers du *private equity* de notre panel vise donc à constituer l'agriculture comme classe d'actifs, institutionnellement reconnue et légitime sur les marchés financiers<sup>65</sup>. La classe d'actifs s'impose alors comme un échelon méso grâce auquel la communauté financière, et les administrations financiarisées de l'Etat, peuvent se saisir du social et agir sur lui. L'Etat s'attache donc à mettre en place les conditions nécessaires au « gouvernement de la finance ».

---

<sup>64</sup> Dans la continuité des travaux de Michel Foucault, la notion de « politique d'économisation » est utilisée pour caractériser « des situations dans lesquels des logiques économiques se voient promues comme une alternative à des logiques politiques » (Linhardt et Muniesa 2011, 10). Nous reprenons cette notion à notre compte afin de caractériser l'adoption de logiques financières en lieu et place de logiques politiques, à la différence que celles-ci sont d'abord promues par l'Etat lui-même plutôt que par des acteurs privés.

<sup>65</sup> D'autres auteurs ont mis en évidence un travail de l'Etat similaire dans d'autres domaines : Gery Deffontaines tout d'abord met en lumière la production d'une classe de « *public asset* » via la promotion des instruments partenariats public-privé (Deffontaines 2013). Eve Chiapello quant à elle met en évidence la création des marchés financiers des services écosystémiques ou des impacts sociaux (Chiapello 2014).

Premièrement l'Etat-régulateur définit en amont les conditions et les règles d'un marché néoclassique. Deuxièmement, lorsque les marchés ne sont pas (assez) développés l'Etat-investisseur fait « comme si » il était un acteur économique rationnel afin de créer un appel d'air pour les acteurs privés. Contrairement aux affirmations d'Olivier Vallée (Vallée 2011), l'Etat ne se désengage pas réellement du processus d'allocation des ressources. Au contraire, il adopte les mécanismes d'« allocation optimale des ressources » propres à l'industrie financière et aux investisseurs institutionnels, mais aussi les cadres cognitifs qui guident cette allocation optimale à savoir les classes d'actifs lesquelles s'imposent comme de nouvelles catégories de l'action publique. Pierre Lascoumes et Patrick Le Galès concluent leur ouvrage en distinguant deux traits de « l'Etat en restructuration » : « *l'Etat mobilisateur de la gouvernance négociée et l'Etat régulateur, surveillant et contrôleur* » (Lascoumes et Galès 2004). Les deux figures de l'Etat que nous avons identifiées plus haut -l'Etat-régulateur et l'Etat-investisseur- font écho aux deux figures de l'Etat mise en lumière par ces auteurs et représentent les deux facettes complémentaires de « l'Etat néolibéral ».

En effet, cet instrument original fait apparaître un « Etat néolibéral ». Benjamin Lemoine et Vincent Gayon reviennent sur les transformations induites au niveau économique par l'affirmation de cette figure originale de l'Etat :

*« De « l'État keynésien » à « l'État néolibéral », on passe ainsi de politiques économiques de surveillance et de pilotage du fossé éventuel entre offre et demande globale via les politiques monétaires et budgétaires contra-cycliques, à des politiques organisant les marchés par des systèmes d'incitations fondés sur des signaux de prix (bonus-malus, marché des droits à polluer, marché de droits sociaux, etc.) » (Gayon et Lemoine 2014, 19).*

Les politiques publiques par le *private equity* contribuent à approfondir la mise en marché au niveau des moyens –le marché des gestionnaires d'actifs- et des fins –le marché des entreprises agricoles et agroalimentaires.

Selon Béatrice Hibou, l'Etat néolibéral se caractérise par « *un gouvernement à distance* » via la prolifération d'intermédiaires et de courtiers d'une part et le développement d'une « bureaucratie néolibérale » qui contribue à « produire de l'indifférence » :

*« Ce gouvernement aux résultats et à la performance combine pouvoir des chiffres et transformation du sens des mots. Ce faisant, il contribue à faire oublier le contexte spécifique dans lequel les termes, concepts, labels et catégories se déploient, et la signification spécifique qu'ils prennent » (Hibou 2012, 123).*

Le gouvernement à distance ne recouvre donc pas seulement les techniques et les instruments qui permettent à un acteur d'exercer une autorité sur d'autres acteurs éloignés physiquement, mais aussi une forme spécifique de pouvoir qui tend à dépolitiser le réel via la médiation d'une chaîne d'abstraction. Par exemple, la perception de l'entreprise-cible par le gestionnaire est exclusivement

médiatisée par les modèles et les abstractions financières qui « invisibilisent » les rapports sociaux sous-jacents. L'abstraction de « la classe d'actifs », la bureaucratie public-privée du *private equity* et l'intermédiation des gestionnaires d'actifs s'inscrivent donc dans une forme de domination néolibérale.

Enfin, la promotion du *private equity* comme instrument de politique publique peut s'interpréter comme une reconfiguration du « régime fisco-financier » (Théret 1992) des Etats modernes. Dans le cadre de la « politique des caisses vides » qui caractérisent les Etats néolibéraux (Guex 2003), au Nord comme au Sud, les administrations publiques se mettent en quête de nouvelles sources de revenus en complément des recettes fiscales « traditionnelles ». Mais la marge de manœuvre fiscale des Etats est restreinte par le contrôle de la communauté financière qui s'exerce via leur endettement et par la financiarisation de la comptabilité et des finances publiques (Gayon et Lemoine 2014). Le *private equity* apparaît alors comme un dispositif fisco-financier légitime dans le cadre des relations actuelles entre l'Etat, les marchés financiers et la société.

#### **2.4. Rétro-effets sur le *private equity* et la communauté financière**

L'essor de fonds et de firmes de *private equity* dans le secteur agricole sud-africain entretient une dynamique de déssectorisation. Mais la mobilisation de ce dispositif d'intermédiation financière original dans le secteur agricole sud-africain contribue aussi à transformer le dispositif lui-même. Le *private equity* est d'abord un dispositif financier qui s'est construit au sein du capitalisme financiarisé anglo-saxon avant de se diffuser parmi les différentes communautés financières des pays développés du Nord comme du Sud (Morgan et Kubo 2010). Aujourd'hui, le *private equity* est mobilisé directement par les Etats dans le cadre de leurs politiques publiques et cette nouvelle étape dans la circulation du dispositif suscite de nouvelles controverses et une reconfiguration de celui-ci.

La « promotion » du *private equity* comme instrument de politique publique impacte les ressorts de la légitimité du dispositif. En tant que dispositif financier le travail de légitimation du *private equity* entrepris par ses promoteurs était effectué sur les marchés financiers, et plus particulièrement en direction des investisseurs institutionnels. L'objectif était de convaincre ces derniers de la capacité du dispositif à créer de la valeur, et même à créer une valeur supérieure à celle des marchés boursiers en compensation de la moindre liquidité de leurs capitaux. Le travail de légitimation était donc orienté vers la reconnaissance institutionnelle de cette nouvelle classe d'actifs au sein des classements et des typologies de l'industrie financière (Oubenal 2015). Toutefois, le travail de légitimation se situe aussi sur le plan politique et social comme l'illustre les controverses qui ont marqué la genèse du dispositif. En effet, les premières critiques formulées à la fin des années 1980 par les milieux d'affaires eux-mêmes portaient sur le caractère destructeur du dispositif sur les structures économiques à commencer par les entreprises. Les promoteurs du *private equity* ont alors développé un répertoire discursif qui



insiste sur les retombées positives pour l'économie réelle en termes d'innovations et de création d'emplois par exemple<sup>66</sup> (voir chapitre I).

La mobilisation du dispositif par les Etats implique alors deux transformations quant à la légitimité et aux caractéristiques du *private equity*. D'une part, il tend à renforcer la légitimité et la puissance du dispositif *private equity* grâce à l'adossement de la puissance étatique et à la circulation élargie du dispositif en dehors de son cadre de production (Dubuisson-Quellier et François 2011). Au-delà des seuls fonds et firmes cofinancés par les institutions financières de développement, c'est toute l'industrie du *private equity* qui en récolte les fruits. Mais d'autre part, la réappropriation du dispositif par les Etats déplace l'enjeu du travail de légitimation. Si la légitimité du dispositif repose toujours en grande partie sur son efficacité économique et financière supposée, son efficacité sociale et sa capacité à produire du « bien commun » est aussi mise en avant.

La production du bien commun par le *private equity* prend alors plusieurs formes. D'une part, les instruments développés autour de l'investissement d'impact mettent en lumière les retombées positives de ces investissements (création d'emplois, développement des filières). D'autre part, les gestionnaires mobilisent des « *dispositifs privés de régulation transnationale* » (Fouilleux 2015) comme les normes de bonne gouvernance ou les certifications externes. Comme l'ont souligné Daniele Giovannucci et Stefano Ponte, ces normes et ces standards participent d'un « nouveau contrat social » d'origine privée (Giovannucci et Ponte 2005). Ainsi, le *private equity* et les normes qui y sont associées s'imposent de plus en plus comme un mode de régulation, pas seulement des relations entre actionnaires et dirigeants de l'entreprise, mais d'enclaves entrepreneuriales plus ou moins extensibles qui englobent les travailleurs, les fournisseurs, les populations globales, etc.

Mais la légitimité du *private equity* comme instrument de politique publique est parfois remise en cause par des acteurs extérieurs aux filières agro-financières (voir chapitre IV). Ces controverses autour de la légitimité du *private equity* à produire du bien commun et à irriguer l'économie dans son ensemble suscitent de nouvelles formes d'incorporation de la critique dont la constitution de « facilités d'assistance technique », en parallèle des fonds et des firmes de *private equity*, représente la dernière forme. Ces innovations portées par les institutions financières de développement cherchent à renforcer les capacités économiques et financières des acteurs individuels et collectifs. Il s'agit donc de produire des « entrepreneurs de soi » qui soient capables de valoriser leurs avantages comparatifs sur les marchés. Cette pédagogie financière constitue alors la deuxième forme du bien commun désormais associée au *private equity*.

---

<sup>66</sup> Comme le souligne Horacio Ortiz, le rapport de crédit est un rapport de pouvoir et à ce titre il repose sur une conception de la légitimité : « *Le rapport de pouvoir qui fonde les marchés financiers comme les Etats, dans leur rapport à la finance, serait plus ou moins légitime selon qu'il permettrait de rendre effectives les valeurs d'efficacité économique, de qualité de vie digne, de justice dans les inégalités au sein de la population, à l'intérieur des frontières des Etats-Nations ou dans le monde dans son ensemble* » (Ortiz 2008, 47).

Le *private equity* est un circuit de capitaux, parmi d'autre, qui relie les financiers aux sphères productives de l'économie. Cette courroie de transmission particulière induit des formes spécifiques de coévolution entre le système financier et le cadre macroéconomique par un jeu d'effets et de rétro-effets. Ainsi, les circuits du *private equity* tendent à court-circuiter les institutions sectorielles comme la *Land Bank* au profit des gestionnaires d'actifs qui s'imposent comme les intermédiaires légitimes de la classe d'actifs « agriculture ». Entrepreneurs financiers, les gestionnaires d'actifs s'affirment aussi de plus en plus comme des entrepreneurs politiques. L'imaginaire financier tend à se diffuser comme grille de lecture du monde social et par conséquent ces derniers s'imposent comme le groupe de professionnels le plus légitime pour décrypter et agir sur le social.

### 3. Conclusion du chapitre

L'essor des filières agro-financières du *private equity* a des répercussions non seulement au niveau micro de l'entreprise, mais aussi au niveau méso du secteur puisque le dispositif entretient une dynamique de déssectorisation de l'agriculture en Afrique du sud. Premièrement, les filières du *private equity* accentuent la segmentation de l'agriculture, laquelle se caractérise désormais par une pluralité de modèles de développement et d'arènes, et court-circuite les institutions sectorielles en mettant directement en relation les marchés de capitaux au niveau global et les entreprises agricoles au niveau local. Deuxièmement, le *private equity* est promu comme instrument de politique publique transectoriel dans le cadre d'un mode de gouvernement néolibéral. Ainsi, l'agriculture sud-africaine n'est plus perçue et saisi par le prisme du secteur mais comme une classe d'actifs originale. Comme nous allons l'analyser en conclusion, la dynamique de financiarisation de l'agriculture en Afrique du sud se joue à deux niveaux distincts : le niveau de l'entreprise-de l'actif, et le niveau du secteur-de la classe d'actifs.

La production d'un actif par les filières du *private equity* est donc un travail politique qui se traduit par une redéfinition des échelles de gouvernement légitimes au profit de l'entreprise et de la classe d'actifs en particulier et au détriment notamment du secteur. Mais puisque le travail de création de valeur entrepris par les gestionnaires repose partiellement sur un processus de déssectorisation, dans quelle mesure l'effritement des institutions sectorielles n'érode-t-il pas dans le même temps les conditions de la création de valeur ? Les gestionnaires de notre panel ont cherché prioritairement à démanteler l'héritage historique cristallisé dans les institutions sectorielles. Dans le cadre des ex-coopératives de producteurs par exemple, la stratégie des gestionnaires porte sur la suppression des mécanismes de contrôle des producteurs en vue de valoriser ces entreprises « à leur juste valeur ». Autrement dit les arbitrages financiers dépendent des possibilités locales de « désencastrement ». Par conséquent, la pérennité et le renouvellement des filières de *private equity* dépend de la capacité des gestionnaires à approfondir sans cesse le désencastrement.

## Conclusion générale

---

Tout au long de cette thèse, nous avons analysé la financiarisation de l'agriculture à partir de l'émergence des filières agro-financières du *private equity* en Afrique du sud. Après avoir résumé notre argumentation, nous reviendrons sur l'apport de la notion de filière agro-financière et nous apporterons une réponse à notre question de recherche en distinguant deux niveaux de financiarisation : l'entreprise et le secteur. Enfin, nous ouvrirons la discussion en évoquant des pistes permettant de prolonger cette recherche.

### 1. Du *private equity* en Afrique du sud au secteur agricole sud-africain

Au départ, nous nous sommes intéressés à la co-évolution entre les dispositifs d'intermédiation financière et l'organisation sectorielle de l'agriculture en Afrique du sud. La domination de la filière agro-financière de la *Land Bank* dans les années 1960 marque alors un moment historique de sectorisation de l'agriculture sud-africaine. Puis, la sociogenèse du dispositif *private equity* est revenue sur les différentes étapes de son développement : les politiques de développement économiques « racialisées » en Afrique du sud, le capitalisme actionnarial américain, les politiques de développement dans les pays du Sud, la restructuration de l'économie sud-africaine postapartheid. A chacune des étapes, le dispositif a muté sous l'effet des usages multiples des acteurs et à la suite des controverses dont il a fait l'objet.

Le dispositif est mobilisé par des entrepreneurs financiers, les gestionnaires d'actifs, lesquels construisent alors des filières agro-financières du *private equity* qui regroupent des investisseurs institutionnels et des dirigeants d'entreprises. Ces trois groupes d'acteurs sont engagés dans des champs particuliers : les marchés globaux de capitaux, l'industrie (sud-africaine) du *private equity*, les communautés des affaires en Afrique du sud et en Afrique sub-saharienne. Les filières du *private equity* reposent alors sur la mise en relation de deux groupes distincts d'actionnaires, les investisseurs institutionnels et les dirigeants d'entreprises, grâce à la médiation des gestionnaires.

La mise en relation prend la forme d'un appariement marchand entre une offre et une demande de capitaux. Dans ce cadre marchand, le *private equity* renferme à la fois un « régime contractuel » et un « régime d'évaluation » lesquels régissent les partenariats commerciaux qui s'instaurent entre les acteurs et instaurent un langage et des normes communes tout au long des filières agro-financières. De plus, la construction de ces « coalitions de cause » repose sur une politique d'investissement, c'est à dire une grille de lecture du monde et un programme d'actions. Cependant, la stabilisation des filières est un processus jamais achevé et toujours menacé par la résurgence de l'incertitude. Le

*private equity* est aussi un dispositif de régulation néolibéral qui combine des outils de contrôle et une idéologie spécifique.

En effet, tout au long de la filière du *private equity* se met en place un « gouvernement des normes et des procédures » (Montagne 2006). D'une part, celui-ci est le support de la coordination des acteurs dans le cadre de la production d'un actif financier *à partir* de l'agriculture, d'autre part, il impose à tous l'objectif de la création de valeur soit par les mécanismes du contrôle à distance, soit par la force lorsque les conditions du partenariat ne sont plus réunies. La construction et le maintien des filières agro-financières du *private equity* reposent sur un « esprit du capitalisme financiarisé » qui tente de faire de la création de valeur un vecteur de redistribution et d'inclusion.

La valorisation du capital se traduit par la transformation des entreprises-cibles en vue de la création de valeur. La rationalisation et la restructuration des entreprises reposent sur la boîte à outils du *private equity* qui véhicule un « modèle de valorisation » particulier. Les transformations impulsées par le gestionnaire dans l'entreprise-cible constituent des « investissements de forme » qui les rendent attractives aux yeux des repreneurs potentiels, et notamment des entreprises transnationales de l'agroalimentaire. Les filières agro-financières du *private equity* apparaissent alors comme des « fronts pionniers » du capitalisme globalisé en facilitant l'insertion d'enclaves entrepreneuriales agricoles et africaines dans les chaînes de valeur globales. Toutefois ce mouvement est incertain et réversible, et les tentatives de « désencastrement » font l'objet de résistances à l'intérieur des entreprises-cibles mais aussi à leurs marges.

Enfin l'essor des filières agro-financières du *private equity* a des répercussions à l'échelle méso puisqu'elles entretiennent une dynamique de déssectorisation de l'agriculture sud-africaine, à la différence de la *Land Bank* par exemple.

Dans un premier temps, les filières du *private equity* accentuent la segmentation de l'agriculture, qui se caractérise désormais par une pluralité de modèles de développement et d'arènes, et court-circuitent les institutions sectorielles en mettant directement en relation les marchés de capitaux au niveau global et les entreprises agricoles au niveau local. Dans un deuxième temps, le *private equity* est promu comme instrument de politique publique transectorielle dans le cadre d'un mode de gouvernement néolibéral. Ainsi, l'agriculture sud-africaine n'est plus perçue et saisie par le prisme du secteur mais comme une classe d'actifs originale.

Le *private equity* apparaît donc successivement au cours de notre étude comme un régime de coordination marchand, un régime de régulation et enfin un régime de valorisation des entreprises-cibles.

## 2. Retour sur la notion de filière agro-financière du *private equity*

La thèse proposait un cadre d'analyse centré sur les filières agro-financière, il est donc important de nous interroger sur les apports et les limites d'une telle approche. A notre sens, l'étude des filières agro-financières du *private equity* permet de rendre visible les circuits de capitaux, d'une part et l'émergence d'un espace de régulation autonome, d'autre part. Cependant, cette approche tend à négliger les rapports horizontaux entre les acteurs, et notamment le poids des dynamiques concurrentiels entre les gestionnaires.

La notion de filière agro-financière trace les contours d'un circuit original de capitaux, dans notre cas les circuits du *private equity*, et le travail sous-jacent qui permet cette circulation de capitaux. En effet, les flux de capitaux tracent des continuités sociales et stabilisent des interactions entre des acteurs dispersés géographiquement. La filière agro-financière met par exemple en relation les bureaux du fonds de dotation de l'université Harvard à Boston et une exploitation agricole à Normandien, dans la province du Kwazulu Natal en Afrique du sud. Grace à cette notion, nous comprenons mieux les rouages de leur interdépendance et donc de leur coévolution. Par conséquent, à travers la filière agro-financière, nous opérons une géographie mondiale de la circulation du capital, laquelle rend visible le processus effectif de globalisation du capitalisme actuel. Les circuits de capitaux sont des canaux privilégiés d'insertion de « brides » des sociétés africaines au capitalisme global.

La notion de filière agro-financière du *private equity* met tout particulièrement l'accent sur le rôle et sur le travail du gestionnaire. En effet, si la circulation du capital formate les interactions entre les acteurs, les acteurs formatent la circulation en retour. Le gestionnaire est alors au cœur des circuits dont il est à la fois l'architecte et le pilote puisque c'est lui qui met en relation une offre et une demande de capitaux. Ainsi, le gestionnaire assure la circulation, la traduction et encadre les mutations successives du capital tout au long de son « parcours ». L'analyse des filières agro-financières du *private equity* est donc indissociable de l'analyse du travail d'intermédiation des sociétés de gestion.

La notion ne cherche pas seulement à rendre compte de l'articulation entre des « sites » dispersés physiquement et des relations entre les acteurs. Les filières constituent aussi des sous-systèmes de régulation organisée autour de la valorisation du capital. Nous avons ainsi analysé au chapitre V comment l'insertion des entreprises-cibles dans les filières agro-financières du *private equity* se traduit par une transformation des modes de gestion et des formes d'organisation. Selon Isabelle Chambost, à l'issue du processus de rationalisation financière entrepris par les gestionnaires de *private equity*, l'entreprise devient

« le chaînon d'une mécanique financière qui lui serait totalement exogène » (Chambost 2013, 10).

Les filières du *private equity* ne sont pas simplement les circuits de circulation du capital, mais aussi des vecteurs de diffusion des exigences des marchés financiers en matière de rentabilité et de liquidité notamment.

Ainsi les différents acteurs des filières, malgré leur insertion dans des champs sociaux hétérogènes, tendent progressivement vers un même modèle organisationnel guidé par la rationalisation financière (Godechot 2001). En effet, les normes et les standards comptables, managériaux, environnementaux ou sociaux circulent le long des filières et contribuent à rapprocher et faire converger les modèles et les cultures organisationnelles au détriment des « conceptions du contrôle » propres à chacun de leur champ (Fligstein 2001). En outre, les acteurs partagent aussi une forme de responsabilité particulière qui consiste à « agir au nom de ». Ce processus de délégation, des investisseurs vers les gestionnaires et des gestionnaires vers les dirigeants, tend à dissoudre les responsabilités individuelles (Montagne, 2006).

Enfin, les filières sont des coalitions politiques au sein desquelles les investisseurs et les dirigeants d'entreprise se fédèrent autour des gestionnaires en vue d'une valorisation du capital. La diffusion des principes de la valeur actionnariale n'est pas un processus descendant, où l'entreprise serait contrainte dans sa globalité, mais un processus négocié qui repose sur des ralliements au sein des entreprises-cibles à commencer par les dirigeants. Les filières du *private equity* sont donc des espaces de solidarité entre détenteurs de capitaux, face notamment aux autres partie-prenantes de l'entreprise-cible.

Cependant, la notion de filière agro-financière du *private equity* a plusieurs limites.

Tout d'abord, en se focalisant sur les relations « verticales » entre les acteurs engagés dans les filières, cette approche tend à minorer le poids des relations « horizontales » entre les acteurs. Nous avons insisté au niveau des entreprises-cibles sur les interactions entre le secteur agricole d'une part et les filières du *private equity* d'autre part, or, les gestionnaires aussi sont pris dans des champs et sur des marchés spécifiques lesquels déterminent et contraignent leurs pratiques.

Les sociétés de gestion d'actifs entretiennent en effet entre elles, des relations ambivalentes, entre coopération et concurrence, lesquelles relations ont des répercussions sur la circulation des capitaux. Les gestionnaires peuvent échanger et collaborer ponctuellement, dans le cadre des conférences internationales en faveur de l'investissement agricole par exemple. En effet, comme l'a montré Mohammed Oubenal la légitimité des produits sur les marchés financiers repose notamment sur la création d'espace de collaboration dans lesquels sont suspendues les règles de la concurrence (Oubenal 2015). Mais dans le même temps, ils sont en concurrence, en amont des filières pour la captation des capitaux des investisseurs, et en aval, pour saisir les « bonnes » entreprises et les « bons » dirigeants.

Les formes et l'intensité de la concurrence déterminent largement les capacités des gestionnaires à mobiliser à se réapproprier le dispositif du *private equity*. Dans le chapitre III nous avons souligné la « flexibilité » du dispositif au vue de la diversité des politiques d'investissement élaborées par les

gestionnaires. Le dispositif est investi d'une pluralité de sens et il est modulable selon les intérêts des investisseurs. Nous avons ainsi souligné les affinités qui existent entre gestionnaires et investisseurs et qui expliquent, selon nous, les différences entre les fonds et les firmes de notre panel. Or, notre analyse par les filières agro-financières met de côté la concurrence entre les gestionnaires comme facteur explicatif des stratégies de distinction mise en œuvre.

Nous avons également et arbitrairement choisi de restreindre les filières à trois groupes d'acteurs –les investisseurs, les gestionnaires et les dirigeants. Pourtant, la notion de filière agro-financière est potentiellement plus extensible à la fois en amont vers les épargnants, les salariés ou les entreprises qui délèguent leur épargne ou leur profit aux investisseurs institutionnels, mais aussi en aval, vers les travailleurs agricoles et leur ménage qui perçoivent un salaire de l'entreprise-cible. Nous avons fait le choix de nous focaliser sur ce qui nous est apparu comme le « cœur » des filières agro-financières du *private equity* sans méconnaître leurs ramifications.

### **3. Les deux niveaux de la financiarisation**

Notre question de recherche initiale était : comment les filières agro-financières du *private equity* en Afrique du sud bouleversent les structures économiques et sociales de l'agriculture ? En vertu de notre hypothèse de départ, les filières agro-financières du *private equity* contribuent à la financiarisation de l'agriculture. Dans le cadre de notre travail de recherche nous avons confirmé mais aussi affiné notre hypothèse de départ en distinguant deux niveaux distincts de la financiarisation de l'agriculture : l'entreprise et le secteur.

#### **3.1. La financiarisation des entreprises: l'entreprise agricole comme actif**

Au niveau de l'entreprise-cible, la financiarisation prend la forme d'une marchandisation. A ce titre, nos conclusions rejoignent celles de Fabien Foureault à propos du dispositif LBO qui souligne que les

*« transformations dans les stratégies et structures des entreprises sont liées à la prise en compte croissante des contraintes auxquelles font face les investisseurs qui opèrent dans le marché du contrôle d'entreprise » (Foureault 2014, 440).*

Les entreprises privées, ou plutôt les moyens de production des entreprises, sont des marchandises qui s'échangent sur un marché. En Afrique du sud par exemple, les exploitations agricoles s'échangent sur le marché du foncier agricole. Les titres de propriété constituent alors des « abstractions de marché » qui permettent d'échanger et faire circuler les propriétés agricoles (Li 2012). Mais la financiarisation se traduit par une mutation des formes de la marchandise puisque les entreprises ne sont plus seulement échangées sur un marché national dominé par les agriculteurs commerciaux mais sur les marchés financiers et par conséquent l'entreprise devient un actif.

Tout d'abord l'entreprise-actif repose sur une nouvelle forme d'abstraction. William Cronon a montré à partir de l'exemple des grains tout le travail d'abstraction nécessaire à la production et à l'échange de

marchandises. En effet, le commerce des grains sur le marché à terme agricole de Chicago a été permis grâce à un « réseau de fictions de marché » qui présuppose notamment l'uniformité des grains et leur classification en « grades » standards (Cronon 1991). Plus récemment, Samuel Pinaud a analysé la « conversion » du lait en marchandise financière et notamment « *le processus d'abstraction sociale qui accompagne la financiarisation des marchés agroalimentaires* » ; la financiarisation des marchés laitiers s'appuie alors sur la « *mise à distance des conditions de reproduction des marchés physiques* » (Pinaud 2014, 23). Dans ces travaux, l'abstraction est la condition de la circulation et de la liquidité des marchandises.

Dans nos études de cas, la marchandisation des entreprises-cibles s'opère à travers le double processus de titrisation, à la fois au niveau de la société par action et au niveau du fonds de *private equity*. L'entreprise est ainsi « mise à distance » des investisseurs puisqu'elle est aussi « diluée » dans le cadre d'un portefeuille d'entreprises-cibles. Mais outre la titrisation, la marchandisation repose sur une pluralité de dispositifs sociotechniques comme par exemple les bilans des entreprises-cibles ou la méthode des flux actualisés de trésorerie, grâce auxquels les gestionnaires peuvent calculer la valeur de l'entreprise. Comme le note Donald McKenzie, les « *marchés modernes* » se distinguent des « *objets enchevêtrés* » de par l'existence « *d'infrastructures de marchés* », c'est-à-dire les conditions sociales, culturelles et techniques qui le rendent possible<sup>1</sup> (MacKenzie 2006). Les filières agro-financières du *private equity* rendent compte des différents niveaux d'infrastructures de marché nécessaires à la marchandisation financière des entreprises-cibles.

Par conséquent, la financiarisation des entreprises-cibles c'est l'accroissement et la diffusion de la liquidité, ou comme le dit André Orléan « *transformer une grandeur immobilisée, le capital productif, en un actif librement négociable* » afin d'instituer l'évaluation boursière comme « *principe d'organisation et de contrôle de la propriété du capital* » (Orléan 1999). Autrement dit, il ne s'agit pas seulement pour les gestionnaires de permettre l'échange, mais de rendre les entreprises-cibles attractives aux yeux des investisseurs et donc de les (re)formater selon les intérêts des investisseurs, ou tout du moins selon leur propre perception de ces intérêts.

On peut alors considérer les entreprises-cibles de notre panel comme des « marchandises fictives ». Karl Polanyi a le premier parlé de marchandise fictive pour caractériser les biens dont l'échange marchand n'est pas la raison d'être comme le travail, la terre ou la monnaie (Polanyi 1983). Par la suite des chercheurs ont identifié d'autres marchandises fictives comme les connaissances (Jessop 2007) ou l'humain (Steiner 2009). Les entreprises, en tant que facteurs de production, ont toujours fait l'objet de transactions dans les systèmes capitalistes. Toutefois pour reprendre l'analogie de Philippe Steiner à propos de la marchandisation de l'humain, l'entreprise n'est plus simplement un « facteur de production » mais la « matière première ». En effet, à travers les flux de trésorerie l'entreprise acquiert

---

<sup>1</sup> Par exemple, sur les marchés dérivés de produits agricoles, il faut que les produits soient standardisés et stockés dans des silos, qu'il y ait des inspecteurs et des salles de marchés (MacKenzie 2006).



une existence propre sur le marché, indépendamment des différents facteurs de production. Par conséquent, la financiarisation se traduit par un « approfondissement » de la marchandisation des entreprises (Buğra, Ağartan, et Standing 2007).

Les marchandises fictives de Karl Polanyi sont le produit d'une double dynamique : la marchandisation impulsée par le capitalisme industriel, et le « contre-mouvement » d'autoprotection de la société face à la marchandisation généralisée. En prenant l'exemple du foncier agricole comme marchandise fictive, on peut se demander si aujourd'hui la fiction de l'actif financier représente la subordination du foncier agricole aux besoins du capitalisme financier et dans quelle mesure un contre-mouvement de la société peut freiner et moduler cette transformation ?

### **3.2. La financiarisation du secteur agricole : l'agriculture comme classe d'actifs**

Dans le cadre de notre travail, la financiarisation est également visible à l'échelle méso du secteur.

Le chapitre VI traite ainsi des répercussions des filières du *private equity* sur l'architecture sectorielle de l'agriculture sud-africaine. A ce niveau, la financiarisation se traduit par un affaiblissement du cadre sectoriel de régulation. Dans le cadre du secteur agricole sud-africain par exemple, les gestionnaires alimentent la dynamique de segmentation des modèles de financement et de production agricole et contestent l'autorité des élites sectorielles à parler au nom de l'agriculture. Ils véhiculent une conception entrepreneuriale de l'agriculture qui reprend les injonctions transectorielles de la « bonne gouvernance ». Par conséquent, ils alimentent un mouvement de déssectorisation et une perception de l'agriculture comme classe d'actifs.

Les contours de la classe d'actifs « agriculture » sont instables et mouvants, sujets aux innovations des sociétés de gestion d'actifs pour attirer les capitaux des investisseurs institutionnels. La classe d'actifs « agriculture » est transnationale et met en relation des enclaves entrepreneuriales via la circulation de capitaux. Ainsi, ce sont les circuits du capital qui structurent l'organisation sociale de la production agricole, mais aussi de l'économie dans son ensemble.

L'Etat, et notamment l'Etat sud-africain, contribue activement à entretenir la financiarisation de l'agriculture. En effet, à travers la double casquette de régulateur et d'investisseur, l'action publique constitue un puissant levier de financiarisation, et nous avons alors parlé de « politique de financiarisation ». La financiarisation n'est donc pas seulement « une extension du domaine de la finance » (Deffontaines 2013), mais aussi une réappropriation des catégories d'analyse et de travail propre à l'industrie financière par des acteurs non financiers à commencer par les administrations publiques. La classe d'actifs s'impose alors comme une catégorie de découpage et de problématisation du réel. A travers la promotion de la classe d'actifs, nous pouvons considérer la financiarisation comme un mode de gouvernement promu par l'Etat sud-africain. L'agriculture serait alors une classe d'actifs parmi tant d'autres, lesquels entretiennent les uns avec les autres des rapports ambivalents de compétition, pour capter les capitaux des investisseurs, et de solidarité, en vertu de la théorie moderne

du portefeuille. La classe d'actifs « agriculture » signerait donc la fin de « l'exception agricole » en vigueur dans le « compromis fordiste » (Boyer et al. 2002).

Les deux mouvements de financiarisation, des entreprises et du secteur agricole, s'autoalimentent l'un l'autre et produisent des effets similaires. En effet, on observe dans les deux cas un affaiblissement du contrôle démocratique, la financiarisation suscitant des « trous noirs » démocratiques (Servet 2006).

Dans les entreprises, les salariés sont marginalisés au profit du couple gestionnaire-dirigeant et, au niveau de l'organisation sectorielle, les arènes et les forums « agricoles » sont réservés aux seuls professionnels de la finance et ont un coût d'entrée élevé. Pour accéder à la conférence GlobalAg en décembre 2014 par exemple, il fallait déboursier 2 895 dollars. La financiarisation est donc une dépolitisation à tous les niveaux et les enjeux relatifs au gouvernement de l'entreprise et au gouvernement du secteur agricole sont confisqués par un groupe de techniciens de la finance au profit des détenteurs de capitaux.

#### **4. Prolonger l'analyse**

Ce travail de thèse fournit donc des éléments concrets pour penser et analyser la financiarisation à travers le cas de l'agriculture sud-africaine. Toutefois, il est nécessaire de prolonger cette recherche, et notamment dans deux directions en particulier : le devenir des filières agro-financières du *private equity* et de leurs acteurs d'une part, et, les perceptions et les expériences des travailleurs à l'égard des filières du *private equity*.

##### **4.1. Quels futurs pour les filières agro-financières du *private equity* ?**

Comme nous l'avons mentionné au chapitre V, les conditions et le cadre temporel fixé à notre travail de recherche ne nous ont pas permis de suivre les filières agro-financières du *private equity* de leur naissance jusqu'à leur mort. Par conséquent, deux interrogations persistent à l'issue de notre travail : d'une part, est ce que les fonds et les firmes de *private equity* de notre panel atteindront leur objectif de rentabilité ? D'autre part, que deviendront les acteurs des filières après la dissolution de celles-ci ?

Sur le premier point, il s'agit d'une part de mesurer le « succès » des fonds et des firmes de *private equity* à l'aune de leur objectif de rentabilité. Cette question de la rentabilité réelle est un enjeu fort à l'heure où l'industrie du *private equity* met en avant sa capacité à atteindre une double rentabilité pour capter les capitaux des investisseurs institutionnels et surtout des investisseurs publics. Mais aussi et surtout, il s'agit d'analyser empiriquement la phase de sortie des investissements. En effet, la sortie du fonds ou de la firme est le moment du « surgissement » réel de la valeur qui auparavant n'est appréhendée que par le prisme des évaluations. La sortie est donc l'aboutissement du processus de valorisation du capital par le *private equity*. Par conséquent, les arrangements et les négociations entre les gestionnaires et les repreneurs, la rupture entre dirigeants et gestionnaires ou encore la répartition

effective de la plus-value constituent des moments privilégiés de la « vie » et de la « mort » des filières du *private equity* dont il faut saisir les rouages économiques et sociaux.

Ensuite, le devenir des acteurs de notre panel et plus largement des gestionnaires, des investisseurs et des dirigeants « passés » par une filière du *private equity* est une perspective de recherche intéressante. Tout d'abord en ce qui concerne le couple investisseurs-gestionnaire, dans quelle mesure leur engagement dans l'agriculture est-il durable ? Passée cette première vague de fonds et de firmes de *private equity* spécialisés, l'agriculture va-t-elle rester un domaine attractif pour les investisseurs institutionnels ? La question est donc de savoir si les investissements actuels dans l'agriculture sont dans une dynamique durable, c'est-à-dire si la classe d'actifs « agriculture » a vocation à se stabiliser et à « s'affiner » au gré des innovations des entrepreneurs financiers ou bien s'il s'agit d'un stade temporaire sur les marchés mondiaux de capitaux ?

Plusieurs chercheurs soulignent que l'intérêt de la finance pour l'agriculture s'inscrit dans un contexte historique marqué par la crise financière de 2007/2008 et la quête de valeurs refuges de la part des investisseurs (Fairbairn 2014). L'agriculture est à la fois une protection contre l'inflation et un investissement « alternatif » et « réel », et, à ce titre, particulièrement attractive pour les investisseurs en période de crise. Mais le retour annoncé des produits financiers structurés pourrait remettre en cause ces circuits de capitaux vers l'agriculture. Par ailleurs, une question plus spécifique porte sur la pérennité de l'engagement de l'Etat dans les fonds et les firmes de *private equity* spécialisés dans l'agriculture mais aussi généraliste. Autrement dit, est-ce que le *private equity* va s'inscrire durablement dans le répertoire d'action des politiques publiques agricoles et économiques ? Des initiatives plus récentes ont été lancées comme le Land Degradation Neutrality Fund<sup>2</sup> à l'occasion de la COP21 à Paris en Novembre 2015. Ainsi, il serait intéressant d'analyser la généralisation de cet instrument d'action publique et ses répercussions sur l'organisation du travail politique.

Mais c'est surtout pour les entreprises-cibles que se pose la question de leur devenir et de leur pérennité sur un temps long. Dans quelle mesure les transformations provoquées par le passage d'un fonds ou d'une firme de *private equity* menacent-elles la survie de l'entreprise sur le long terme ? Les gestionnaires organisent une rationalisation du travail et des ressources en vue d'opérer une ponction des ressources « disponibles » au profit des actionnaires. Comme nous l'avons évoqué dans le chapitre V, ceci se traduit par un raccourcissement des horizons temporels de l'entreprise, notamment en matière de politique d'investissement ou de dividende notamment. Mais, les gestionnaires et leurs sous-traitants introduisent aussi de nouvelles technologies (culture sans-labour, suivi par satellite) dont ils espèrent qu'ils susciteront des gains de productivité. Par conséquent, il faudrait analyser les impacts

---

<sup>2</sup> Un partenariat public-privé dont l'objectif est de réhabiliter les terres agricoles « dégradées » dans le monde grâce à des investissements dans des entreprises privées : <http://www.global-mechanism.org/content/impact-investment-fund-land-degradation-neutrality>.

à long terme sur la pérennité de l'organisation d'une part, et sur la circulation et la répartition des ressources entre les parties-prenantes de l'organisation d'autre part.

Enfin une question plus spécifique concerne le devenir des exploitations agricoles sud-africaines que nous avons évoquées. Historiquement, celles-ci étaient exploitées par des agriculteurs commerciaux lesquels étaient « attachés » à la terre via la propriété de leurs moyens de production. L'essor d'une agriculture d'entreprise et la conversion des agriculteurs au salariat menace cet équilibre social et pose la question de l'identité des agriculteurs de demain.

#### **4.2. Analyser la financiarisation « par le bas »**

Nous avons privilégié une étude de la financiarisation « par le milieu » à travers le prisme de sociétés de gestion d'actifs qui contribuent activement à répercuter les contraintes des marchés financiers au niveau des entreprises-cibles. A notre sens, les travailleurs et les salariés des entreprises-cibles, mais aussi de leurs sous-traitants, sont les grands absents de notre travail. En effet, notre porte d'entrée sur les entreprises-cibles s'est limitée aux seuls dirigeants et aux managers avec lesquels nous avons effectué des entretiens. Par conséquent, il serait intéressant d'enquêter sur les transformations induites pour les salariés et les travailleurs moins qualifiés au sein de l'entreprise. Comme nous l'avons montré à travers l'exemple des agriculteurs, l'insertion, ou la non-insertion, dans les filières du *private equity* se traduit par une évolution des identités socio-productives. Ainsi, les formes d'insertion des salariés, et notamment des ouvriers, permettrait d'approfondir ce constat à un autre niveau.

Par ailleurs, une analyse de la financiarisation « par le bas » permettrait d'infirmer ou de confirmer sur le terrain les discours et les récits construits à propos du ruissèlement et du partage de la plus-value entre toutes les parties prenantes de l'entreprise. Il s'agit alors de sortir du cadre d'analyse dépolitisé de la gouvernance pour saisir le renouvellement et la reproduction des rapports de pouvoir et de domination au sein de l'entreprise. Autrement dit, comment l'arrivée d'un fonds ou d'une firme de *private equity* bouleverse-t-elle le rapport capital-travail ? Une analyse de la financiarisation « par le bas » analyserait les formes de résistances et de conflits générés à la fois au niveau des entreprises-cibles mais aussi au niveau des territoires ruraux dans lesquels elles sont insérées.

Si les fonds et les firmes de *private equity* reconfigurent les dynamiques sociales et politiques au niveau des entreprises-cibles, il en va de même au niveau transversal de la filière agro-financière du *private equity*. Face aux filières, émergent des coalitions transnationales instables qui cherchent à politiser l'enjeu de la circulation des capitaux et contestent l'esprit du capitalisme financiarisé autour de la création de valeur. Adriana Kemp et Nitza Berkovich ont ainsi montré comment la finance devient un « espace de contestation », alimentant ainsi la dynamique de financiarisation (Kemp et Berkovich 2013). Nous pourrions donc nous demander dans quelle mesure la classe d'actifs est un objet et un espace de contestation et de mobilisation légitime ? Et comment les mobilisations, ou le « contre-mouvement » de la société, contribuent-ils à transformer la classe d'actifs ?

Enfin, au-delà de l'Afrique du sud, la dynamique de financiarisation, et notamment la financiarisation des secteurs agricoles, touche tous les pays du continent. Nous avons évoqué les situations dans différents pays africains mais il serait intéressant de mener une étude comparative poussée en particulier au niveau des administrations publiques afin d'évaluer la capacité des Etats africains à s'approprier le *private equity*.

## Bibliographie

---

- Aglietta, Michel. 1998. *Le capitalisme de demain*. Paris : Notes de la fondation Saint-Simon.
- Aglietta, Michel. 2000. « Shareholder value and corporate governance: some tricky questions ». *Economy and Society* 29(1) : 146-159.
- Aglietta, Michel. 1998. *Le capitalisme de demain*. Paris : Notes de la fondation Saint-Simon.
- Aglietta, Michel, et Sandra Rigot. 2009. *Crise et rénovation de la finance*. Paris: Odile Jacob.
- Allaire, Gilles. 1995. « De la productivité à la qualité, transformation des conventions et régulation dans l'agriculture et l'agroalimentaire ». In *La grande transformation de l'agriculture : lectures conventionnalistes et régulationnistes*, Gilles Allaire, et Robert Boyer, Economica & INRA, 381-410.
- Anseeuw, Ward. 2011. *La réforme agraire en Afrique du Sud: Le maintien d'une ségrégation agricole post-apartheid*. Einbeck: Editions Universitaires Européennes.
- Anseeuw, Ward, Antoine du Castel, et Mathieu Boche. 2015. « Far from grassroots agrarian reform: Towards new production models, increased concentration and the export of the South African model ». In *South Africa's agrarian question*, Hubert Cochet, Ward Anseeuw, et Sandrine Fréguin-Gresh, HSRC Press, 314-330.
- Anseeuw, Ward, Frikkie Liebenberg et Johan Kirsten. 2015. «Agrarian reform in South Africa: Objectives, evolutions and results at national level ». In *South Africa's agrarian question*, Hubert Cochet, Ward Anseeuw, et Sandrine Fréguin-Gresh, HSRC Press, 28-51.
- Anseeuw, Ward, et Ntombifuthi Mathebula. 2008. Land reform and development: Evaluating South Africa's restitution and redistribution programmes. Research paper, Université de Pretoria.
- Arrighi, Giovanni. 1994. *The Long twentieth century: Money, power and the origins of our times*. Londres: Verso.
- Ashman, Sam, Ben Fine, et Susan Newman. 2011. « Amnesty International? The Nature, Scale and Impact of Capital Flight from South Africa ». *Journal of Southern African Studies* 37 (1): 7-25.

- Ayyagari, Meghana, Thorsten Beck, et Asli Demirgüç-Kunt. 2003. *Small and Medium Enterprises across the Globe: A New Database*. Washington D.C.: Banque mondiale.
- Barman, Emily. 2015. « Of Principle and Principal: Value Plurality in the Market of Impact Investing ». *Valuation Studies*, 3 (1): 9-44.
- Batsch, Laurent. 2002. *Le capitalisme financier*. Paris : La Découverte.
- Barral, Stéphanie. 2012. *Le nouvel esprit du capitalisme agraire. Les formes de l'autonomie ouvrière dans les plantations de palmiers à huile en Indonésie*. Thèse de doctorat, Ecole des hautes études en sciences sociales, Paris.
- Bayart, Jean-François. 1999. « L'Afrique dans le monde : une histoire d'extraversion ». *Critique internationale* 5 (1): 97-120.
- Bayart, Jean-François. 2004. *Le gouvernement du monde. Une critique politique de la globalisation*. Paris: Fayard.
- Bayley, Brendan. 2000. *A Revolution in the Market: The Deregulation of South African Agriculture*. Londres: Oxford Policy Management.
- Bedu, Nicolas. 2013. *Financiarisation et LBO : une analyse des effets des opérations de LBO sur la performance, l'emploi et la faillite des entreprises en Europe*. Thèse de doctorat, Université Montesquieu, Bordeaux.
- Bédu, Nicolas, et Montalban, Mathieu. 2009a. « La géographie mondiale du capital-investissement ». In *Géographies de la finance mondialisée*, Claude Dupuy, et Stéphanie Lavigne, Les études de la documentation française, n°5299.
- Bédu, Nicolas, et Matthieu Montalban. 2009b. « Une analyse de la diversité géographique des opérations de *private equity* en Europe : le rôle des configurations institutionnelles ». In *Géographies de la finance mondialisée*, Claude Dupuy, et Stéphanie Lavigne, Les études de la documentation française n°5299.
- Benquet, Marlène. 2015. « Fixer le prix des entreprises. Pour une ethno-comptabilité de l'activité des fonds d'investissement ». Présenté au séminaire : Étudier la financiarisation au travers des dispositifs politiques et des outils de gestion, 27 janvier 2015, Paris.
- Benquet Marlène, et Cédric Durand. 2016. « La financiarisation de la grande distribution. Restructuration de l'actionnariat et déclin économique du groupe Carrefour (1999-2013) ». *Revue Française de Socio-Économie*, 16(1) : 37-59.

- Bernard de Raymond, Antoine. 2010. « Dispositifs d'intermédiation marchande et politique des marchés. La modernisation du marché des fruits et légumes en France, 1985-1980 ». *Sociologie du travail* 52 (1): 1-20.
- Bernard de Raymond, Antoine, et Frédéric Goulet. « Les transformations de l'agriculture intensive. Eléments pour une sociologie des grandes cultures ». In *Sociologie des grandes cultures. Au cœur du modèle industriel agricole*, Antoine Bernard de Raymond, et Frédéric Goulet, Editions Quae, 5-22.
- Bernstein, Henry. 2013. « Commercial Agriculture in South Africa since 1994: 'Natural, Simply Capitalism' ». *Journal of Agrarian Change* 13 (1): 23-46.
- Berumen Colin, Noémie Paulina. 2010. La politique de sécurité alimentaire en Afrique du Sud face aux enjeux sectoriels et territoriaux : la complexité de l'action publique dans un environnement régionalisé illustré par le cas des provinces du KwaZulu- Natal et du Limpopo. Thèse de doctorat, Université Montesquieu & Sciences Po Bordeaux, Bordeaux.
- Bessière, Céline. 2011. « Des producteurs indépendants face aux multinationales ». *Actes de la recherche en sciences sociales* 190 (5): 108-125.
- Bessy, Christian, Thierry Delpuech, et Jérôme Pélisse. 2011. « Situer le droit par rapport à l'action économique. Les apports croisés de l'économie institutionnaliste et de la sociologie du droit ». In *Droit et régulation des activités économiques. Perspectives sociologiques et institutionnalistes*, Christian Bessy, Thierry Delpuech, et Jérôme Pélisse, LGDJ, 9-30.
- Bessy, Christian, et Pierre-Marie Chauvin. 2013. « The Power of Market Intermediaries: From Information to Valuation Processes ». *Valuation Studies* 1 (1): 83-117.
- Beuscart, Jean-Samuel, et Ashveen Peerbaye. 2006. « Histoires de dispositifs ». *Terrains & travaux* 11 (2): 3-15.
- Bezes, Philippe, et Christine Musselin. 2015. « Le new management public : entre rationalisation et marchandisation ? » In *Une « French Touch » dans l'analyse des politiques publiques ?*, Laurie Boussaguet, Sophie Jacquot, et Pauline Ravinet, Les presses de SciencesPo, 128-151.
- Bierschenk, Thomas, Jean-Pierre Chauveau, et Jean-Pierre Olivier de Sardan. 2000. *Courtiers en développement. Les villages africains en quête de projets*. Paris : Karthala.
- Boltanski, Luc, et Eve Chiapello. 1999. *Le Nouvel esprit du capitalisme*. Paris: Gallimard.



- Bond, Patrick. 2000. *Elite Transition: From Apartheid to Neoliberalism in South Africa*. Londres : Pluto Press et Pietermaritzburg, University of KwaZulu-Natal Press.
- Bongrand, Philippe, et Pascale Laborier. 2005. « L'entretien dans l'analyse des politiques publiques : un impensé méthodologique ? » *Revue française de science politique*, 55 (1): 73-111.
- Bohn, Michaela. 2002. *L'intégration économique sud-africaine. Une approche d'économie politique internationale*. Thèse de doctorat, Université Pierre Mendès-France, Grenoble.
- Bourdieu, Pierre. 2000. *Les Structures sociales de l'économie*. Paris: Seuil.
- Boussard, Valérie. 2013. « Qui crée la création de valeur ? » *La nouvelle revue du travail*, n°3, en ligne.
- Boussard, Valérie, et Salvatore Maugeri. 2003. *Du politique dans les organisations. Sociologies des dispositifs de gestion*. Paris : l'Harmattan.
- Boyer, Robert. 1995. « Secteurs, régions et modes de régulation ». In *La grande transformation de l'agriculture : lectures conventionnalistes et régulationnistes*, Gilles Allaire, et Robert Boyer, Economica & INRA, 227-240.
- Boyer, Robert. 2000. « Is a Finance-led growth regime a viable alternative to Fordism ? A preliminary analysis ». *Economy and Society* 29 (1): 111-145.
- Boyer, Robert. 2003. « L'anthropologie économique de Pierre Bourdieu ». *Actes de la recherche en sciences sociales*, vol. 150 : 65-78.
- Boyer, Robert, Yves Saillard. 2002. *Théorie de la régulation : L'Etat des savoirs*. Paris: La Découverte.
- Bruneau, Ivan. 2014. « L'érosion d'un pouvoir de représentation ». *Politix*, 103 (3): 9-29.
- Buğra, Ayşe, Kaan Ağartan, et Guy Standing. 2007. *Reading Karl Polanyi for the Twenty-First Century: Market Economy as a Political Project*. New York : Palgrave Macmillan.
- Bulher, Eve Anne, Martine Guibert, et Denis Requier-Desjardins. 2012. « Agricultures d'entreprises : définitions et questionnements à partir des réalités sud-américaines ». Présenté aux: 6e journées de recherche en sciences sociales INRA-SFER-CIRAD, 13-14 décembre 2012, Toulouse.
- Bundy, Colin. 1979. *The Rise and Fall of the South African Peasantry*. London: Heinemann.

- Burch, David, et Geoffrey Lawrence. 2009. « Towards a Third Food Regime: Behind the Transformation ». *Agriculture and Human Values*, 26 (4): 267-79.
- Burch, David, et Geoffrey Lawrence. 2012. « Financialization in agri-food supply chains: Private equity and the transformation of the retail sector ». *Agriculture and Human Values*, 30 (2): 247-258.
- Burrough, Bryan, et John Heylar. 1990. *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco*. New York: HarperCollins.
- Buxton, Abbi, Mark Campanale, et Lorenzo Cotula. 2012. Farms and funds: investment funds in the global land rush. *IIED Briefing papers*. London: IIED.
- Caillé, Alain. 2007. « Avec Karl Polanyi, contre la société du tout marchand. Présentation ». *Revue du MAUSS*, 29 (1): 7-31.
- Callen, Delphine. 2012. « Concilier logiques financières globales et ancrage local ». *Revue urbanisme* n°384, 49-52.
- Callon, Michel. 2006. « Sociologie de l'acteur réseau ». In *Sociologie de la traduction - Textes fondateurs*, Madeleine Akrich, Michel Callon, Bruno Latour, Presses des Mines de Paris, 11-31.
- Callon, Michel, et Bruno Latour. 1990. *La science telle qu'elle se fait*. Paris : La Découverte.
- Capron, Michel. 2005. *Les normes comptables internationales: instruments du capitalisme financier*. Paris: La Découverte.
- Chabane, Néo, Mapato Rakhudu, et Simon Roberts. 2008. « Market Power and Competition Concerns in Food: A Review of Conduct and Outcomes Following Deregulation ». Présenté à la conférence: The Regulatory Environment and its Impact on the Nature and Level of Economic Growth and Development in South Africa, 27-29 octobre 2008, Université du Cap.
- Chandler, Alfred D. 1989 [1977]. *La main visible des managers. Une analyse historique*. Paris : Economica
- Chambost, Isabelle. 2013. « De la finance au travail. Sur les traces des dispositifs de financiarisation ». *La nouvelle revue du travail*, n° 3, en ligne.

- Champenois, Claire. 2011. « Stabilité et transformation des règles. L'évaluation des firmes de biotechnologie par les investisseurs en capital-risque allemand ». In *Vie et mort des institutions marchandes*, Pierre Francois, Les presses de SciencesPo, 109-138.
- Charreaux, Gérard, et Peter Wirtz. 2006. *Gouvernance des entreprises: nouvelles perspectives*. Paris: Economica.
- Chen, Songjiao, William W. Wilson, Ryan A. Larsen, et Bruce L. Dahl. 2013. « Investing in Agriculture as an Asset Class ». *Agribusiness and Applied Economics Reports*, n°711.
- Chesnais, François. 2004. *La finance mondialisée. Racines sociales et politiques, configuration, conséquences*. Paris : La Découverte.
- Chiapello, Eve. 2005. « Transformations des conventions comptables, transformation de la représentation de l'entreprise ». In *Les normes comptables internationales. Instruments du capitalisme financier*, Michel Capron, La Découverte, 121-150.
- Chiapello, Ev. 2014. « Financialisation of Valuation ». *Human Studies*, 38 (1): 13-35.
- Chiapello, Eve, et Patrick Gilbert. 2013. *Sociologie des outils de gestion. Introduction à l'analyse sociale de l'instrumentation de gestion*. Paris : La Découverte.
- Chu, Jessica M. 2013. « Creating a Zambian Breadbasket - "Land grabs" and foreign investments in agriculture in Mkushi District ». *LDPI Working Paper*, n° 33.
- Clapp, Jennifer. 2014. « Financialization, distance and global food politics ». *Journal of Peasant Studies*, 41 (5): 797-814.
- Clark, Gordon L., et Nigel Thrift. 2004. « The return of bureaucracy: managing dispersed knowledge in global finance ». In *The Sociology of Financial Markets*, Karin Knorr Cetina, et Alex Preda, OUP Oxford, 229-249
- Clark, Nancy L. 1994. *Manufacturing Apartheid: State Corporations in South Africa*. New Haven: Yale University Press.
- Cochet, Hubert. 2015. « The planned destruction of 'black' agriculture ». In *South Africa's agrarian question*, Hubert Cochet, Ward Anseeuw, et Sandrine Fréguin-Gresh, HSRC Press, 12-27.
- Cochoy, Franck. 2004. *La captation des publics. C'est pour mieux te séduire, mon client...* Toulouse : Presses universitaires du Mirail.

- Comaroff, Jean, et John Comaroff. 2011. *Theory from the South: Or, How Euro-America is Evolving Toward Africa*. Londres: Routledge.
- Convert, Bernard, Hélène Ducourant, et Fabien Éloire. 2014. « Faire de la sociologie économique avec Pierre Bourdieu ». *Revue Française de Socio-Économie*, 13 (1): 9-22.
- Cooper, David. 1984. « Ownership and Control of Commercial Agriculture ». *South African Review*, vol. 4: 456-471.
- Cronon, William. 1991. *Nature's Metropolis: Chicago and the Great West*. New York: W.W. Norton.
- Daniel, Shepard. 2012. « Situating private equity capital in the land grab debate ». *Journal of Peasant Studies* 39 (3-4): 703-29.
- David, Louise. 2013. *La production urbaine de Mexico : entre financiarisation et construction territoriale. Une analyse de l'insertion du réseau financier transnational dans les marchés d'immobilier d'entreprise*. Thèse de doctorat, Université Paris-Est, Paris.
- Daviron, Benoît, et Stefano Ponte. 2007. *Le paradoxe du café*. Versailles: Quae éditions.
- Deffontaines, Géry. 2013. *Extension du domaine de la finance? Partenariats public-privé et "financiarisation" de la commande publique. Une proposition d'analyse par la sociologie économique*. Thèse de doctorat, Université Paris Est et Ecole nationale des ponts et chaussées, Paris.
- Delion, André G. 2008. « De l'État tuteur à l'État actionnaire ». *Revue française d'administration publique*, 124 (4): 537-72.
- Dezalay, Yves. 2004. « Les courtiers de l'international. Héritiers cosmopolites, mercenaires de l'impérialisme et missionnaires de l'universel ». *Actes de la recherche en sciences sociales*, vol. 151-152 : 4-35.
- Dezalay, Yves, et Bryant Garth. 2006. « Les usages nationaux d'une science "globale" : La diffusion de nouveaux paradigmes économiques comme stratégie hégémonique et enjeu domestique dans les champs nationaux de reproduction des élites d'État ». *Sociologie du Travail* 48 (3): 308-29.
- DiMaggio, Paul. 1988. « Interest and agency in institutional theory ». In *Institutional patterns and culture*, Lynne G. Zucker, Ballinger Publishing Company, 3- 22.

- Dixon, Marion. 2012. « The corporate standard and the reproduction of dominant class in Egypt ». Présenté à la : global land grabbing conference II, Land deal politics initiative, 17-19 octobre 2012, Ithaca.
- Dobry, Michel. 2000. « Les voies incertaines de la transitologie : choix stratégiques, séquences historiques, bifurcations et processus de path dependence ». *Revue française de science politique*, 50 (4): 585-614.
- Dodier, Nicolas. 1993. « Les appuis conventionnels de l'action. Éléments de pragmatique sociologique ». *Réseaux*, 11 (62) : 63-85.
- Doganova, Liliana. 2015. « Que vaut une molécule ? Formulation de la valeur dans les projets de développement de nouveaux médicaments ». *Revue d'anthropologie des connaissances*, vol. 9, n° 1 (1): 17-38.
- Doligez, Francois. 2015. *L'ambivalence de la microfinance. Une recherche appliquée aux économies rurales des pays en développement*. Habilitation à diriger des recherches, Université de Rennes II, Rennes.
- Dore, Ronald. 2008. « Financialization of the global economy ». *Industrial and Corporate Change* 17 (6): 1097-1112.
- Dubuisson-Quellier, Sophie, et Pierre François. 2011. « Institutions économiques et institutions marchandes. Introduction ». In *Vie et mort des institutions marchandes*, Pierre François, Les presses de SciencesPo, 11-38.
- Du Castel, Antoine. 2010. *La restructuration du secteur agricole en Afrique du sud*. Mémoire de M2, Université Panthéon-Sorbonne, Paris.
- Du Castel, Antoine, et Ward Anseeuw. 2011. « La libéralisation agricole postapartheid en Afrique du Sud : Nouveaux modèles de production et d'investissement ». *Afrique contemporaine*, n°237 : 57-70.
- Dupuy, Claude, Matthieu Montalban, et Sylvain Moura. 2011. « Finance et dynamiques des industries ». In *Industrie, innovation, institution*, Marie-Claude Bélis-Bergouignan, Bernard Jullien, et Yannick Lung, Presse Universitaire de Bordeaux, 379-394.
- Du Tertre, Christian. 2002. « La dimension sectorielle de la régulation ». In *Théorie de la régulation, l'état des savoirs*, Robert Boyer, et Yves Saillard, La découverte, 313-322.

- Fairbairn, Madeleine. 2014. « “Like gold with yield”: evolving intersections between farmland and finance. *Journal of Peasant Studies*, 41 (5): 777-95.
- Espeland, Wendy Nelson, et Mitchell L. Stevens. 1998. « Commensuration as a Social Process ». *Annual Review of Sociology*, vol. 24: 313-343.
- Eymard-Duvernay, Francois. 1989. « Conventions de qualité et formes de convention ». *Revue économique*, 40 (2) : 329-360.
- Fauvelle-Aymar, François-Xavier. 2006. *Histoire de l’Afrique du Sud*. Paris: Seuil.
- Ferguson, James. 1990. *The anti-politics machine: « development, » depoliticization, and bureaucratic power in Lesotho*. Minneapolis: University of Minnesota press.
- Fine, Ben. 2012. « La financiarisation en perspective ». *Actuel Marx* 51 (1): 73-85.
- Fine, Ben, et Sam Ashman. 2013. « Neo-Liberalism, Varieties of Capitalism, and the Shifting Contours of South Africa’s Financial System ». *Transformation*, n° 81/82: 145-78.
- Fine, Ben, et Zavareh Rustumjee. 1997. *The Political Economy Of South Africa: From Minerals-Energy Complex To Industrialisation*. Boulder, CO: Westview Press.
- Finez, Jean. 2013. « A propos des relations qu’entretient l’Etat avec la SNCF ». Présenté à: Journée d’étude grande entreprise, CSO, 28 novembre 2013, Paris.
- Fligstein, Neil. 1990. *The transformation of corporate control*. Cambridge : Harvard University Press.
- Fligstein, Neil. 2001. *The Architecture of Markets: An Economic Sociology of Twenty-First-Century Capitalist Societies*. Princeton: Princeton University Press.
- Fligstein, Neil, et Shin Taek-Jin. 2008. « Valeur actionnariale et transformations des industries américaines (1984-2000) ». In *Conflits et pouvoirs dans les institutions du capitalisme*, Frédéric Lordon, Les presses de SciencesPo, 251-301.
- Foucault, Michel. 1994 [1977]. « Le jeu de Michel Foucault ». *Dits et écrits*, Tome II, Paris, Gallimard, 298-329.
- Fouilleux, Eve. 2015. « Au-delà des Etats en action. La fabrique des politiques publiques globales ». In *Une French touch dans l’analyse des politiques publiques ?*, Laurie Boussaguet, Sophie Jacquot, et Pauline Ravinet, Les presses de SciencesPo, 287-318.

- Fourault, Fabien. 2014. *Remodeler le capitalisme. Le jeu profond du Leveraged Buy-Out en France, 2001-2009*. Thèse de doctorat, Science Po Paris, Centre de Sociologie des Organisations, Paris.
- François, Pierre. 2010. « Politiques publiques et sociologie économique ». In *Dictionnaire des politiques publiques*, Laurie Boussaguet, Sophie Jacquot, et Pauline Ravinet, 3<sup>e</sup> édition, Les presses de SciencesPo, 502-509.
- French, Shaun, Andrew Leyshon, et Thomas Wainwright. 2011. « Financializing Space, Spacing Financialization ». *Progress in Human Geography*, 35 (6): 798-819.
- Freund, Bill. 2007. « South Africa: The End of Apartheid & the Emergence of the “BEE Elite” ». *Review of African Political Economy*, 34 (114): 661-678.
- Freund, Bill. 2010. « The significance of the minerals-energy complex in the light of South African economic historiography ». *Transformation: Critical Perspectives on Southern Africa*, n°71: 3-25.
- Freund, Bill. 2013. « Swimming against the tide: the Macro-Economic Research Group in the South African transition 1991-94 ». *Review of African Political Economy*, 40 (138): 519-536.
- Friedmann, Harriet et Phillip McMichael. 1989. « Agriculture and the State System: The Rise and Decline of National Agricultures, 1870 to the Present ». *Sociologia Ruralis*, 29 (2): 93-117.
- Froud, Julie, Colin Haslam, Sukhdev Johal, et Karel Williams. 2000. « Shareholder value and Financialization: consultancy promises, management moves ». *Economy and Society* 29 (1): 80-110.
- Froud, Julie, Sukhdev Johal, et Karel Williams. 2002. « Financialisation and the Coupon Pool ». *Capital & Class* 26 (3): 119-51.
- Galbraith, John Kenneth. 2007 [1967]. *The New Industrial State*. Princeton : Princeton University Press.
- Garcia, Sandrine, et Sabine Montagne. 2011. « Pour une sociologie critique des dispositifs d'évaluation ». *Actes de la recherche en sciences sociales*, 189 (4): 4-15.
- Garcin, Marie, et Gilles Peltier. 2013. « Relever le défi de la sécurité alimentaire en Afrique subsaharienne : sous quelles conditions les fonds d'investissement peuvent-ils-y contribuer ? ». *Epargne sans frontière*, n°110.

- Gayon, Vincent, et Benjamin Lemoine. 2014. « Maintenir l'ordre économique ». *Politix* 105 (1): 7-35.
- Gelb, Stephen. 1991. *South Africa's economic crisis*. Le Cap: Zed Books.
- Gereffi, Gary. 1994. « The Organisation of Buyer-Driven Global Commodity Chains: How US Retailers Shape Overseas Production Networks ». In *Commodity Chains and Global Capitalism*, Gary Gerrefi, et Miguel Korzeniewicz, Praeger, 95-122.
- Ghasarian, Christian. 2004. *De l'ethnographie à l'anthropologie réflexive, nouveaux terrains, nouvelles pratiques, nouveaux enjeux*. Paris: Armand Colin.
- Gibbon, Peter, Jennifer Bair, et Stefano Ponte. 2008. « Governing global value chains: an introduction ». *Economy and Society*, 37 (3): 315-38.
- Giovannucci, Daniele, et Stefano Ponte. 2005. « Standards as a new form of social contract? Sustainability initiatives in the coffee industry ». *Food Policy*, 30 (3): 284-301.
- Giraudeau, Martin. 2014. « Business plan ». In *Dictionnaire sociologique de l'entrepreneuriat*, Pierre-Marie Chauvin, Michel Grosseti, et Pierre-Paul Zalio, Les presses de SciencesPo, 65-85.
- Glachant, Jérôme, Jean-Hervé Lorenzi, et Philippe Trainar. 2008. *Private equity et capitalisme français*. Conseil d'analyse économique. Paris: la Documentation française.
- Godechot, Olivier. 2000. « Le bazar de la rationalité. Vers une sociologie des formes concrètes de raisonnement ». *Politix*, 13 (52): 17-56.
- Godechot, Olivier. 2001. *Les traders: Essai de sociologie des marchés financiers*. Paris: la Découverte.
- Godechot, Olivier. 2009. « Concurrence et coopération sur les marchés financiers. Les apports des études sociales de la finance ». In *Traité de sociologie économique*, Francois Vatin et Philippe Steiner, Presses Universitaires de France, 609-645.
- Goldberg, Ray, Arthur I Segel, Gustavo Herrero, et Andrew Terris. 2010. « Investing in farmland: A technical note ». *Harvard Business School background note*, n°211-022.
- Goulet, Frederic. 2010. « Nature et ré-enchantement du monde ». In *Les mondes agricoles en politique*, Bertrand Hervieu et al., Les presses de SciencesPo, 51-72.
- Goulet, Frederic, et Susanna Grosso. 2014. « Science à la demande. Pratiques alternatives de la recherche développement en agronomie des grandes cultures ». In *Sociologie des grandes*



- cultures. Au cœur du modèle industriel agricole*, Antoine Bernard de Raymond, et Frédéric Goulet, Editions Quae, 45-60.
- Gras, Carla, et Valeria Hernandez. 2014. *Avancées technologiques et identités socioproductives. L'agribusiness dans la pampa argentine*. In *Sociologie des grandes cultures. Au cœur du modèle industriel agricole*, Antoine Bernard de Raymond, et Frédéric Goulet, Editions Quae, 115-130.
- Greco, Elisa. 2015. « Landlords in the making: class dynamics of the land grab in Mbarali, Tanzania ». *Review of African Political Economy*, 42 (144): 225-244.
- Greenberg, Stephen. 2010. « Contesting the food system in South Africa: issues and opportunities ». *PLAAS Research report*, n° 42.
- Griffon, Michel. 2002. « Révolution verte, révolution doublement verte : quelles technologies, institutions et recherche pour les agricultures de l'avenir ? ». *Mondes en Développement*, 30(117) : 39-44.
- Guérin, Isabelle. 2015. « *La microfinance et ses dérives. Emanciper, discipliner ou exploiter ?* » Paris : IRD editions.
- Guex, Sébastien. 2003. « La politique des caisses vides ». *Actes de la recherche en sciences sociales*, 146 (1): 51-61.
- Guibert, Martine, et Marcelo Sili. 2011. « L'Argentine : expansion agricole et dévitalisation rurale ». In *Dynamiques des espaces ruraux dans le monde*, Yves Jean, et Martine Guibert, Armand Collin, 338-351.
- Guilhot, Nicolas. 2004. « Une vocation philanthropique ». *Actes de la recherche en sciences sociales*, vol. 151-152, 36-48.
- Gunnoe, Andrew. 2014. « The Political Economy of Institutional Landownership: Neorentier Society and the Financialization of Land ». *Rural Sociology*, 79 (4): 478-504.
- Guttmann, Robert, et Dominique Plihon. 2008. *Consumer Debt at the Center of Finance-Led Capitalism*. Document de travail. CEPN.
- Hall, Ruth. 2011. « The Next Great Trek? South African Commercial Farmers Move North ». *PLAAS Working Paper n°21*. Belville: PLAAS.

- Halpern, Charlotte, Pierre Lascoumes, et Patrick Le Galès. 2014. « L'instrumentation et ses effets. Débats et mises en perspective théoriques ». In *L'instrumentation de l'action publique, controverses, résistances, effets*, Charlotte Halpern, Pierre Lascoumes et Patrick Le Galès, Les presses de SciencePo, 15-62.
- Hamidi, Camille. 2006. « Eléments pour une approche interactionniste de la politisation. Engagement associatif et rapport au politique dans des associations locales issues de l'immigration ». *Revue française de science politique*, 56 (1): 5-25.
- Handley, Antoinette. 2008. *Business and the state in Africa. Economic policy-making in the neo-liberal era*. Cambridge: Cambridge university press.
- Harvey, David. 1985. *The urbanization of capital. Studies in the History and theory of capitalist urbanization*. Baltimore: John Hopkins University press.
- Harvey, David. 1982. *The Limits to Capital*. Oxford: Blackwell.
- Helgesson, Claes-Fredrik et Fabian Muniesa. 2013. « For what it's worth: An introduction to valuation studies ». *Valuation Studies*, vol. 1 (1): 1-10.
- Hervieu, Bertrand. 1996. *Les agriculteurs*. Paris : Presses universitaires de France.
- Hervieu, Bertrand, et François Purseigle. 2013. *Sociologie des Mondes agricoles*. Paris : Armand Colin.
- Hibou, Béatrice. 1999a. *La privatisation des États. Recherches Internationales*. Paris: Karthala et CERI.
- Hibou, Béatrice. 1999b. « La 'décharge', nouvel interventionnisme? ». *Politique africaine*, n°73 : 6-15.
- Hibou, Béatrice. 2012. *La bureaucratisation du monde à l'ère néolibérale*. Paris: La découverte.
- Hibou, Béatrice, et Boris Samuel. 2011. « Entretien avec Kako Nubukpo, Les macroéconomistes africains : entre opportunisme théorique et improvisation théorique ». *Politique africaine*, n° 124: 87-99.
- Hilferding, Rudolf. 1970 [1910]. *Le capital Financier : étude sur le développement du capitalisme*. Paris : Editions de Minuit.
- Hommel, Thierry. 2004. *Stratégies des firmes industrielles et contestation sociale*. Paris : INRA.

- Hommel, Thierry. 2006. « Paternalisme et RSE : continuités et discontinuités de deux modes d'organisation industrielle ». *Entreprises et Histoire*, vol. 45 : 20-38.
- Hwang, Hokyū, et Walter W. Powell. 2005. « Institutions and entrepreneurship ». In *Handbook of entrepreneurship research. Disciplinary perspectives*, Sharon A. Alvarez, Rajshree R. Agarwal, et Olav Sorenson, Springer, 201–232.
- Innes, Duncan. 1984. *Anglo American and the Rise of Modern South Africa*. New York: Monthly Review Press.
- Isakson, S. Ryan. 2014. « Food and finance: the financial transformation of agro-food supply chains ». *Journal of Peasant Studies*, 41 (5): 749-775.
- Isakson, Ryan. 2015. « Derivatives for Development? Vulnerability and the Financialisation of Climate Risk Management ». *Journal of Agrarian Change*, 15 (4) : 569-580.
- Jacobs, Japie. 2013. *History of the Land Bank: Financing agriculture for 100 years*. Pretoria: Land Bank.
- Jacquot, Sophie, et Charlotte Halpern. 2015. « Aux frontières de l'action publique. L'instrumentation comme logique de (dé)sectorisation ». In *Une « French Touch » dans l'analyse des politiques publiques ?* Laurie Boussaguet, Sophie Jacquot, et Pauline Ravinet, Les presses de SciencesPo, 57-84.
- James, Deborah. 2014. *Money from nothing: indebtedness and aspiration in South Africa*. Palo Alto: Stanford University Press.
- Jessop, Bob. 2007. « Knowledge as a fictitious commodity: insights and limits of a Polanyian perspective ». In *Reading Karl Polanyi for the Twenty-First Century: Market Economy as a Political Project*, Ayşe Buğra, Kaan Ağartan, et Guy Standing, Palgrave Macmillan, 115-134.
- Jobert, Bruno. 1994. *Le tournant néo-libéral en Europe*. Paris: l'Harmattan.
- Jobert, Bruno. 2003. « Le mythe de la gouvernance dépolitisée ». In *Etre gouverné. Etudes en l'honneur de Jean Leca*, Pierre Favre, Jack Hayward, et Yves Schemeil, Les presses de SciencePo, 273-285.
- Jones, Stuart, Robert W Vivian, et Nick Vink. 2010. *South African Economy and Policy, 1990-2000: An Economy in Transition*. Manchester: Manchester University Press.

- Jullien, Bernard, et Andy Smith. 2012. « Le gouvernement d'une industrie ». *Gouvernement et action publique*, n° 1 (1): 103-123.
- Kadtler, Jurgen, et Hans Joachim Sperling. 2002a. « After globalisation and financialisation : logics of bargaining in the german automotive industry ». *Competition & Change* 6 (2): 149-68.
- Kadtler, Jurgen, et Hans Joachim Sperling. 2002b. « The power of financial markets and the resilience of operations : argument and evidence from the german car industry ». *Competition & Change* 6 (1): 81-94.
- Karpik, Lucien. 2007. *L'économie des singularités*. Paris: Gallimard.
- Kemp, Adriana, et Nitza Berkovich. 2013. « Gouvernance pédagogique et financiarisation de la vie quotidienne. La fabrique de la microfinance pour les femmes marginalisées en Israël ». In *La bureaucratisation néolibérale*, Béatrice Hibou. La Découverte, 23-47.
- Keynes, John Maynard. 1996 [1936]. *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*. Paris : Éditions Payot.
- Kirsten, Johann & Charles Machethe. 2005. « Appraisal of land reform projects in the Northwest Province of South Africa ». *MPRA Paper 31614*, Université de Munich.
- Knorr Cetina, Karin, et Alex Preda. 2004. *The sociology of financial markets*. Oxford: Oxford University Press.
- Krippner, Greta R. 2005. « The Financialization of the American Economy ». *Socio-Economic Review* 3 (2): 173-208.
- Laferté, Gilles. 2006. *La Bourgogne et ses vins: image d'origine contrôlée*. Paris: Belin.
- Laferté, Gilles.. 2014. « La financiarisation du patrimoine privé des agriculteurs comme prolongement de leur embourgeoisement ? ». Présenté à: Symposium Finance at work, Université Paris Ouest Nanterre, 9-10 octobre 2015.
- Lascoumes, Pierre. 2004. « La gouvernementalité : de la critique de l'État aux technologies du pouvoir », *Le Portique*, n°13-14, en ligne.
- Lascoumes, Pierre, et Patrick Le Galès. 2004. *Gouverner par les instruments*. Paris: Les presses de Sciences Po.

- Lazonick, William, et Mary O'Sullivan. 2000. « Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance ». *Economy and Society* 29 (1): 13-35.
- Lebaron, Frédéric. 2008. « La construction politique de l'ordre économique ». In *L'ordinaire et le politique*, Claude Gautier, et Sandra Laugier, PUF, CURAPP, 183-188.
- Lee, Roger, Gordon L. Clark, Jane Pollard, et Andrew Leyshon. 2009. « The remit of financial geography: Before and after the crisis ». *Journal of Economic Geography*, vol. 9: 723-747.
- Lemoine, Benjamin. 2014. « Discipliner l'État par la dette. La mise en marché et la sectorisation du « problème » de la dette publique ». In *L'instrumentation de l'action publique*, Charlotte Halpern, Pierre Lascombes, et Patrick Le galès, Les presses de sciences Po, 367-396.
- Li, Tania. 2012. « What is land? Anthropological perspectives on global land rush ». Présenté à: global land grabbing conference II, Land deal politics initiative, 17-19 octobre 2012, Ithaca
- Liebenberg, Frikkie. 2013. *South African agricultural production, productivity and research performance in the 20th century*. Thèse de doctorat, Université de Pretoria, Pretoria.
- Linhardt, Dominique, et Fabian Muniesa. 2011. « Tenir lieu de politique ». *Politix*, 95 (3): 7-21.
- Lipton, Merle. 1985. *Capitalism and Apartheid: South Africa, 1910-84*. Le Cap: Gower/M.T. Smith.
- Lordon, Frédéric. 2000. « La « création de valeur » comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la « valeur actionnariale » ». *L'année de la régulation*, n° 4: 117-170.
- Lordon, Frédéric. 2002. *La Politique du capital*. Paris: Odile Jacob.
- Louw, André. *Finance for farmers*. Pretoria: Absa bank.
- MacKenzie, Donald A. 2006. *An Engine, Not a Camera: How Financial Models Shape Markets*. Cambridge: MIT Press.
- Magrin, Géraud. 2013. *Voyage en Afrique rentière : Une lecture géographique des trajectoires du développement*. Paris: Publications de la Sorbonne.
- Marais, Hein. 2011. *South Africa Pushed to the Limit: The Political Economy of Change*. New York: Zed.
- Marcus, George E. 1995. « Ethnography in/of the world system: The emergence of multi-sited ethnography ». *Annual review of anthropology*, n°24: 95-117.

- Margulis, Matias E., Nora McKeon, et Saturnino M. Borrás Jr. 2013. « Land grabbing and global governance: critical perspectives ». *Globalizations*, 10 (1): 1–23.
- Mariotti, Fabien. 2005. *Qui gouverne l'entreprise en réseau ?* Paris: Presses SciencesPo.
- Markowitz, Harry. 1952. « Portfolio selection ». *The Journal of Finance*, 7(1): 77-91.
- Mather, Charles, et Stephen Greenberg. 2003. « Market Liberalisation in Post-Apartheid South Africa: The Restructuring of Citrus Exports after “Deregulation” ». *Journal of Southern African Studies*, 29 (2): 393-412.
- Maugeri, Salvatore. 2006. *Au nom du client. Management néo-libéral et dispositifs de gestion*. Paris : l'Harmattan.
- Maugeri, Salvatore. 2008. « Sociologie de la gestion et de ses dispositifs : Vers une critique de la raison actionnariale ». In *Gestion et sociétés. Regards sociologiques*, Jean-Luc Metzger et Marie Benedetto-Meyer, l'Harmattan, 151-189
- Maugeri, Salvatore, et Jean-Luc Metzger. 2013. « Le tournant financier du management ». *La nouvelle revue du travail*, n° 3, en ligne.
- McNellis, Patrick E. 2009. « Foreign investment in developing country agriculture. The emerging role of private sector finance ». *FAO commodity and trade policy research paper*, n°28.
- McWilliam, Michael. 2001. *The development business. A history of the Commonwealth Development Corporation*. Londres: Palgrave Macmillan.
- Metzger, Jean-Luc, et Benedetto-Meyer, Marie. 2008. *Gestion et sociétés. Regards sociologiques*. Paris : l'Harmattan.
- Meunier, Roger, et Jean Copans. 1999. Les ambiguïtés de l'ère Mandela. *Revue Tiers Monde*, 1999, 40 (159): 489-598.
- Middelberg, Susanna Levina. 2014. « Agricultural land valuation methods used by financiers: The case of South Africa ». *Agrekon*, 53 (3): 101 - 15.
- Middelberg, Susanna Levina. 2011. « The accountancy implications of commodity derivatives in the agricultural sector ». Thèse de doctorat, North West University, Potchefstroom, Afrique du sud.

- Milder, Brian. 2008. « Closing the gap: reaching the missing middle and rural poor through value chain finance ». *Enterprise Development and Microfinance*, vol.19: 301–316.
- Miller, Darlene. 2008. « ‘Renaissance commerciale’ ou rhétorique d’entreprise: l’échec du partenariat entre entreprise Sud-Africaine et fournisseurs locaux en Zambie ». *Travail, capital et société* 41 (1): 34-55.
- Minnaar, Anthony. 1990. « The effects of the Great Depression (1929 - 1934) on South African white agriculture ». *The South African journal of economic history*, 5 (1): 31-48.
- Mizruchi, Marc S. 1996. « What Do Interlocks Do? An Analysis, Critique, and Assessment of Research on Interlocking Directorates ». *Annual Review of Sociology*, vol. 22: 271-298.
- Mohamed, Seeraj. 2009. « Financialization, the Minerals Energy Complex and South African Labour ». Présenté à la conférence: Global Labour University Conference, 22-24 février 2009, Bombai, Inde.
- Mollard, Amédée. 2002. « L’agriculture entre régulation globale et sectorielle ». In *Théorie de la régulation, l’état des savoirs*, Robert Boyer, et Yves Saillard, La découverte, 313-322.
- Monga, Célestin. 1997. *L’argent des autres: banques et petites entreprises en Afrique: le cas du Cameroun*. Paris: L.G.D.J.
- Montagne, Sabine. 2006. *Les fonds de pension: entre protection sociale et spéculation financière*. Paris: Odile Jacob.
- Montagne, Sabine, et Horacio Ortiz. 2013. « Sociologie de l’agence financière : enjeux et perspectives. Introduction ». *Sociétés contemporaines*, 4 (92): 7-33.
- Morgan, Glenn, et Izumi Kubo. 2010. « Private equity in Japan: global financial markets and transnational communities ». In *Transnational communities: Shaping global economic governance*, Marie-Laure Djelic, et Sigrid Quack, Cambridge University Press, 130-152.
- Morin, François. 2006. *Le nouveau mur de l’argent : essai sur la finance globalisée*. Paris : Éditions du Seuil.
- Movik, Synne. 2012. *Fluid rights. Water allocation reform in SA*. Le Cap: HSRC Press.
- Muller, Pierre. 1984. *Le technocrate et le paysan. Les lois d’orientation agricole de 1960-1962 et la modernisation de l’agriculture française, 1945-1984*. Paris : l’Harmattan.

- Muller, Pierre. 2010. « Secteur ». In *Dictionnaire des politiques publiques*, Laurie Boussaguet, Sophie Jacquot, et Pauline Ravinet, 3<sup>e</sup> édition, Les presses de SciencesPo, 591-599.
- Muller, Pierre. 2010. « Référentiel ». In *Dictionnaire des politiques publiques*, Laurie Boussaguet, Sophie Jacquot, et Pauline Ravinet, 3<sup>e</sup> édition, Les presses de SciencesPo, 555-562.
- Mvogo, Jean-Paul. 2012. *Les politiques de développement financier en Afrique Sub-Saharienne. Définitions-enjeux-réalités et propositions*. Thèse de doctorat, Université Paris-Dauphine, Paris.
- Nay, Olivier, et Andy Smith. 2002. *Le gouvernement du compromis. Courtiers et généralistes dans l'action publique*. Paris: Economica.
- Newman, Susan A. 2009. « Financialization and Changes in the Social Relations along Commodity Chains: The Case of Coffee ». *Review of Radical Political Economics*, 41 (4): 539-59.
- Newman, Susan A. 2015. « Financialisation and the Financial and Economic Crises: The Case of South Africa ». *FESSUD Studies in financial system*, n°26.
- Offerlé, Michel. 1998. *Sociologie des groupes d'intérêts*. Paris : Montchrestien.
- Ollion, Etienne. 2015. « Des mobilisations discrètes. Sur le plaidoyer et quelques transformations de l'action collective contemporaine ». *Critique internationale*, 67 (2): 17-31.
- Ollion, Etienne, et Johanna Siméant. 2015. « Le plaidoyer : internationales et usages locaux ». *Critique internationale*, 67 (2): 9-15.
- O'Meara, Dan. 1996. *Forty Lost Years: The Apartheid State and the Politics of the National Party, 1948-1994*. Londres: Ravan Press.
- O'Meara, Dan. 2009. *Volkskapitalisme: Class, Capital and Ideology in the Development of Afrikaner Nationalism, 1934-1948*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Orléan, André. 1999. *Le Pouvoir de La Finance*. Paris: Odile Jacob.
- Orléan, André. 2011. *L'empire de la valeur : Refonder l'économie*. Paris: Seuil.
- Ortiz, Horacio. 2008. *Anthropologie politique de la finance contemporaine : évaluer, investir, innover*. Thèse de doctorat, Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociale, Paris.
- Ortiz, Horacio.. 2011. « Marchés efficients, investisseurs libres et États garants : trames du politique dans les pratiques financières professionnelles ». *Politix*, 95 (3): 155-80.



- Oubenal, Mohammed. 2015. La légitimation des produits financiers. Le réseau de promotion des Exchange Traded Funds (ETF) en France. Paris : Editions EMS.
- Ouma, Stefan. 2010. « Global Standards, Local Realities: Private Agrifood Governance and the Restructuring of the Kenyan Horticulture Industry ». *Economic Geography*, 86 (2): 197-222.
- Ouma, Stefan. 2014. « Situating global finance in the Land Rush Debate: A critical review ». *Geoforum*, n°57: 162-166.
- Oya, Carlos. 2012. « Contract Farming in Sub-Saharan Africa: A Survey of Approaches, Debates and Issues ». *Journal of Agrarian Change*, 12 (1): 1-33.
- Padayachee, Vishnu. 2015. « South African Reserve Bank independence: the debate revisited ». *Transformation: Critical Perspectives on Southern Africa*, vol. 89: 1-25.
- Pezet, Anne, et Jérémy Morales. 2010. « Les contrôleurs de gestion, « médiateurs » de la financiarisation ». *Comptabilité Contrôle Audit*, 16 (1): 101-132.
- Pinaud, Samuel. 2014. « Matière à spéculer : les produits laitiers saisis par l'écrit ». *Sociologie du Travail*, 56 (1): 103-126.
- Plihon, Dominique. 2009. *Le nouveau capitalisme*. Paris : La Découverte.
- Polanyi, Karl. 1983 [1944]. *La Grande transformation: Aux origines politiques et économiques de notre temps*. Paris: Gallimard.
- Pommerolle, Marie-Emmanuelle, et Johanna Siméant. 2008. *Un autre monde à Nairobi. Le Forum social mondial 2007, entre extraversion et causes africaines*. Paris : Karthala.
- Pons-Vignon, Nicolas, et Anseeuw, Ward. 2009. « Great Expectations: The evolutions of labour conditions since the end of apartheid ». *Journal of Southern African Studies*, 35 (4): 883-899.
- Pons-Vignon, Nicolas, et Aurelia Segatti. 2013. « 'The art of neoliberalism': accumulation, institutional change and social order since the end of apartheid ». *Review of African Political Economy*, 40 (138): 507-518.
- Poutignat, Philippe, et Jocelyne Streiff-Fenart. 1995. *Théories de l'ethnicité*. Paris : PUF
- Power, Michael. 2005. *La société de l'audit : L'obsession du contrôle*. Paris: La Découverte.

- Rabeharisoa, Vololona, Cécile Meadel, et Michel Callon. 2000. « L'économie des qualités ». *Politix*, 13 (52): 211-39.
- Raikes, Philip, Michael Friis Jensen, et Stefano Ponte. 2000. « Global commodity chain analysis and the French filière approach: comparison and critique ». *Economy and Society*, 29 (3): 390-417.
- Ravelli, Quentin. 2015. *La stratégie de la bactérie: Une enquête au coeur de l'industrie pharmaceutique*. Paris: Seuil.
- Rebérioux, Antoine. 2005. « Les fondements microéconomiques de la valeur actionnariale ». *Revue économique*, 56(1) : 51-75.
- Reberlioux, Antoine, et Michel Aglietta. 2004. *Dérives du capitalisme financier*. Paris : Albin Michel.
- Redon, Marie. 2014. *L'influence des Directeurs administratifs et financiers dans le processus de financiarisation*. Mémoire de Master, Université Paris Dauphine, Paris.
- Renard, Vincent. 2008. « La ville saisie par la finance ». *Le Débat*, n° 148 : 106-117.
- Renault, Cyril. 2011. « Combiner financement et assistance technique ». *Revue secteur privé & développement*, n°11 : 2-6.
- Reynaud, Bénédicte, Johan Heilbron, et Jérôme Bourdieu. 2003. « Les structures sociales de la finance ». *Actes de la recherche en sciences sociales*, 146 (1): 3-7.
- Rumney, Reg. 2005. « Who owns South Africa: an analysis of state and private ownership patterns ». In *State of the Nation: South Africa 2004-2005*, John Daniel, Roger Southall, et Jessica Lutchman, HSRC press, 401-422.
- Sabatier Paul A. « The advocacy coalition framework: revision and relevance for Europe ». *Journal of European Public Policy*, 5(1): 98-130.
- Servet, Jean-Michel. 2006. *Banquiers aux pieds nus*. Paris: Odile Jacob.
- Sibanda, Siphos et Stephen Turner. 1999. « Land tenure reform and rural livelihoods in southern Africa ». *Overseas Development Institute, Natural resource perspectives n°39*.
- Silici, Laura, et Anna Locke. 2014. « Private Equity Investments and Agricultural Development in Africa: Opportunities and Challenges ». Présenté à: Food, finance and farmland conference, La Haye, 25 janvier 2014.

- Southall, Roger. 1982. *South Africa's Transkei: the political economy of an 'independent' Bantustan*. Londres: Heineman.
- Steiner, Philippe. 2009. « La marchandisation de l'humain et de la personne ». In *Traité de sociologie économique*, Francois Vatin et Philippe Steiner, Presses Universitaires de France, 493-530.
- Steiner, Philippe, et François Vatin. 2013. *Traité de sociologie économique*. 2e édition. Paris: Presses Universitaires de France.
- Suchman, Marc C. 2011. « Le contrat comme artefact social ». In *Droit et régulation des activités économiques. Perspectives sociologiques et institutionnalistes*, Christian Bessy, Thierry Delpeuch, et Jérôme Pélisse, LGDJ.
- Tadjeddine, Yamina. 2000. « Les prises cognitives de la rationalité. Une typologie des décisions spéculatives ». *Politix*, 13 (52): 57-71.
- Tarrius, Alain. 2002. *La Mondialisation par le bas. Les nouveaux nomades de l'économie souterraine*. Paris : Balland.
- Tétart, Gilles, et Antoine Bernard de Raymond. 2012. « Aux bords du champ ». *Terrains & travaux*, 20 (1): 5-13.
- Théret, Bruno. 1992. *Régimes économiques de l'ordre politique*. Paris: Presses Universitaires de France.
- Theurillat, Thierry. 2012. « L'ancrage du capital financier dans les villes suisses ». *Revue urbanisme*, n°384 : 54-57.
- Vallée, Olivier. 1999. « La dette publique est-elle privée ? » *Politique africaine*, 73 (1): 50-67.
- Vallée, Olivier.. 2011. « L'économie africain saisie par la finance ». *Politique africaine*, n°124: 67-86.
- Vanel, Grégory. 2008. « La normalisation financière internationale face à l'émergence de nouvelles autorités épistémiques américaines. Le cas de la filière des chiffres ». *Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*, n° 3/4, en ligne.
- Vatin, Francois. 2009. « Évaluer et valoriser ». In *Évaluer et valoriser : une sociologie économique de la mesure*, Francois Vatin, Presses universitaires du Mirail, 7-34.
- Vatin, Francois. 2013. « Valuation as evaluating and valorizing ». *Valuation Studies*, 1 (1): 83-117.

- Veblen, Thorstein. 1978 [1904]. *The Theory of the Business Enterprise*. New Brunswick : Transaction Books.
- Velly, Ronan Le, Frédéric Goulet, et Alexandre Mallard. 2015. « Les connaissances dans le marché ». *Revue d'Anthropologie des Connaissances*, 9 (1): 1-16.
- Verhoef, Griete. 2008. « Nationalism, social capital and economic empowerment: SANLAM and the economic upliftment of the Afrikaner people, 1918 -1960 ». *Business History*, 50(6): 694-71.
- Verhoef, Grietjie. 2009. « Concentration and competition: the changing landscape of the banking sector in South Africa 1970-2007 ». *South African Journal of Economic History*, 24(2): 157-197.
- Verhoef, Grietjie. 2011. « The Globalisation of South African Conglomerates, 1990–2009 ». *Economic History of Developing Regions*, vol. 26 : 83-106.
- Vink, Nick, et Johan Van Rooyen. 2009. « Perspectives on the performance of agriculture in South Africa since 1994 and implications for its role in achieving sustainable food policy ». *Working draft paper*. Université de Pretoria.
- Visser, Oane. 2014. « Running out of Farmland? Superb Soil, Land Value and the Sluggishness of Commoditisation in Russia ». Présenté à: Finance, food and farmland conference, La Haye, 25 janvier 2014.
- Visser, Oane, Jennifer Clapp, et S. Ryan Isakson. 2015. « Introduction to a Symposium on Global Finance and the Agri-food Sector: Risk and Regulation ». *Journal of Agrarian Change*, 15 (4): 541–548.
- Wagner, Anne-Catherine. 2011. « Les classes dominantes à l'épreuve de la mondialisation ». *Actes de la recherche en sciences sociales*, 190 (5): 5-35.
- Webb, Arthur. 2000. « South African agriculture in the 1970s: A decade of transformation? » *The South African Journal of Economic History*, 15 (1-2): 159-179.
- Weinstein, Olivier. 2010. *Pouvoir, finance et connaissance: La transformation de l'entreprise capitaliste entre XXe et XXIe siècle*. Paris: La Découverte.
- Widmer, Frédéric. 2012. *La Coordination patronale face à la financiarisation. Les nouvelles règles du jeu dans l'industrie suisse des machines*. Zurich: Editions Seismo.

« *Cultiver le capital* » - Thèse Université Paris Sud - 2016

Williams, James W. 2014. « Feeding finance: a critical account of the shifting relationships between finance, food and farming ». *Economy and Society*, 43 (3): 401-31.

Zalio, Pierre-Paul. 2009. « Jalons pour une théorie sociologique de l'entrepreneur ». In *Traité de sociologie économique*, Francois Vatin et Philippe Steiner, Presses Universitaires de France, 601-630.

## Littérature grise

Agri-life. 2015. *Plaquette de présentation du Agri-life Fund II*.

Al-Jubeir, Halah, Gilles Galludec, et Peer Stein. 2011. « Créer de l'impact grâce à l'assistance technique ». *Revue secteur privé & développement*, n°11 : 6-10.

AVCA, SAVCA, Riscura. 2014. *The search for returns. Investor view on private equity in Africa*.

Banque Africaine de Développement. 2012. *Le capital-investissement en Afrique à l'appui de la croissance inclusive et durable*.

Campbell, John. 2011. « Investing and Spending: The Twin Challenges of University Endowment Management ». Présenté au: Forum for the Future of Higher Education 2011, Boston, 8 juin 2011. \*

Cédre. 2008. *Rapport annuel d'activité de Cédre Investments*.

Cédre. 2009. *Rapport annuel d'activité de Cédre Investments*.

Cédre. 2010. *Rapport annuel d'activité de Cédre Investments*.

Cédre. 2011. *Rapport annuel d'activité de Cédre Investments*.

Cédre. 2012. *Rapport annuel d'activité de Cédre Investments*.

Cédre. 2014. *Rapport annuel d'activité de Cédre Investments*.

Committee on world food security. 2014. *Principles for responsible investment in agriculture and food systems*.

Commission Strauss. 1996. *Interim report of the Commission of Inquiry into the Provision of Rural Financial Services*.

- Crédit suisse, CDC, EMPEA, IFC, et WWF. 2015. *Private Equity and Emerging Markets Agribusiness: Building Value Through Sustainability*.
- DBSA. 1985. « An Introduction to Economic Development in Southern Africa and the Role of DBSA ». Position paper, n°4.
- EMPEA. 2012. « Managing Political Risk in Emerging Markets ». *Legal and regulatory bulletin*.
- EMPEA. 2013. « The Legal Challenges of Private Equity Deal Making in Africa ». *Legal and regulatory bulletin*.
- EMPEA. 2012. Rapport annuel 2011/2012
- FAO. 1996. Déclaration finale du sommet mondial de l'alimentation. Rome.
- FAO. 2008. *La flambée des prix des denrées alimentaires : Faits, perspectives, effets et actions requises*. Conférence de haut niveau sur la sécurité alimentaire mondiale : Les défis du changement climatique et des bioénergies, 3-5 juin 2008, Rome.
- FAO. 2009. *Comment nourrir le monde en 2050*.
- FAO. 2010. *Agricultural investment funds for developing countries*.
- FAO. 2012. *La situation mondiale de l'alimentation et de l'agriculture. Investir dans l'agriculture pour un meilleur avenir*.
- FAO. 2012. *Voluntary guidelines on responsible governance of tenure of land, fisheries and forest in the context of national food security*.
- Fondation Kellogs. 2013. *Rapport annuel d'activité*.
- FUU. 2008. *Dossier de présentation du fonds CroissanceFutureAgri Fund I*.
- FUU. 2013. *Plaquette commerciale de présentation : Benefits of agricultural asset classes in managing investment portfolios*.
- FUU. 2013. *Rapport annuel d'activité du fonds CroissanceFutureAgri Fund I*.
- FUU. 2013. *Rapport annuel des impacts environnementaux et sociaux du fonds CroissanceFutureAgri Fund I*.
- FUU. 2013. *Minute du comité d'investissement*. 21 novembre 2013

- FUU. 2014. *Rapport annuel d'activité du fonds CroissanceFutureAgri Fund I.*
- FUU. 2014. *Rapport annuel des impacts environnementaux et sociaux du fonds CroissanceFutureAgri Fund I.*
- Gaudard, Catherine. 2013. *Investissements agricoles : sécurité alimentaire ou financière ? Les nouvelles dynamiques d'investissement agricole portées dans le cadre de projet de développement.* Paris : CCFD-Terre solidaire.
- GIIN. 2011. *Improving Livelihoods, removing barriers. Investing for impact in Mtanga Farms.*
- GRAIN. 2010. *Les nouveaux propriétaires fonciers: Les sociétés d'investissement en tête de la course aux terres agricoles à l'étranger.*
- GRAIN et RIAO-RDC. 2015. *Agro-colonialism in the Congo. European and US development finance is bankrolling a new round of colonialism.*
- Hénin, Jeanne, et Aglaé Touchard. 2011. « Rentabilité et développement à l'unisson ». *Revue secteur privé & développement*, n°12 : 6-10.
- IFC. 2012. *Normes de performance en matière de durabilité environnementale et sociale.*
- Koeninger, Julie. 2014. *A farmland investment primer.* GMO.
- KPMG et SAVCA. 2002. *2001 Private equity survey.*
- KPMG et SAVCA. 2007. *Venture capital and private equity industry performance survey of South Africa.*
- KPMG et SAVCA. 2008. *Venture capital and private equity industry performance survey of South Africa.*
- KPMG et SAVCA. 2009. *Venture capital and private equity industry performance survey of South Africa.*
- KPMG et SAVCA. 2010. *Venture capital and private equity industry performance survey of South Africa.*
- KPMG et SAVCA. 2011. *Venture capital and private equity industry performance survey of South Africa.*

- KPMG et SAVCA. 2012. *Venture capital and private equity industry performance survey of South Africa*.
- KPMG et SAVCA. 2013. *Venture capital and private equity industry performance survey of South Africa*.
- KPMG et SAVCA. 2014. *Venture capital and private equity industry performance survey of South Africa*.
- KPMG et SAVCA. 2015. *Venture capital and private equity industry performance survey of South Africa*.
- Mafissa. 2014. *Rapport annuel des impacts environnementaux et sociaux du fonds AAF*.
- McKinsey. 2010. *Lions on the move: The progress and potential of African economies*.
- Norfund. 2013. *Rapport annuel d'activité*.
- Norfund. 2012. *Rapport annuel d'activité*.
- Oakland Institute. 2011a. « Emvest Asset Management in Matuba, Mozambique ». *Land Deal Brief*.
- Oakland Institute. 2011b. « Deciphering Emerging's investment in Africa ». *Land Deal Brief*.
- Oakland Institute. 2014. *Down on the farms. Wall Street America's new farmers*.
- OCDE. 2013. Perspectives économiques en Afrique.
- PIC. 2013. *Rapport annuel d'activité*.
- PricewaterhouseCoopers. 2012. *An African perspective. Valuation methodology survey*.
- PricewaterhouseCoopers. 2014. *How confident are you ? Agribusinesses insights survey 2013/2014*.
- PricewaterhouseCoopers. 2015. *Africa- Are you in for the ride? Agribusinesses insights survey 2014/2015*.
- Proparco. 2011a. « L'assistance technique au service du secteur privé : un outil de développement ». *Revue secteur privé & développement*, n°11.
- Proparco. 2011b. « Le capital-investissement contribue-t-il au développement de l'Afrique ? ». *Revue secteur privé & développement*, n°12.
- Proparco. 2014a. *Rapport annuel d'activité*.



Proparco. 2014b. *Mesure des résultats et impacts des interventions de Proparco. Démarches et outils.*

Russellwater. 2011. *Plaquette commerciale de présentation de la société.*

Russellwater. 2012. *Code de bonne conduite pour les occupants.*

Russellwater. 2012. *Stratégie pour la gestion des occupants.* Note interne

Russellwater. 2012. *Rapport annuel du fonds Granary Investments.*

Russellwater. 2013. *Rapport annuel du fonds Granary Investments.*

Russellwater. 2014. *Rapport annuel du fonds Granary Investments.*

SAVCA. 2003. *Private equity and Venture Capital in South Africa, Industry Review.*

SAVCA. 2015. *Three decades. An account of the rise and establishment of South Africa private equity.*

SAVCA. 2015. *Members' directory. Private equity and venture capital in Southern Africa*

SAVCA et EBS. 2015. *Case studies compendium.*

SAVCA et DBSA. 2009. *The economic impact of venture capital and private equity in South Africa.*

SAVCA et DBSA. 2013. *The economic impact of venture capital and private equity in South Africa.*

Senwes. 2013. *Rapport annuel d'activité.*

Suidwes. 2013. *Rapport annuel d'activité.*

Thomas, Lauren. 2012. *Study on private equity in agribusiness in Southern Africa.* USAID Southern Africa.

United Nation Global Compact. 2014. *Food and agriculture business principles.*

Vander Stichele, Myriam, Roos Van Os, et Thijs Kerkhoffs. 2010. *Financing Food. Financialisation and Financial Actors in Agriculture Commodity Markets.* SOMO paper.

Vilgrain, Alexandre. 2011. « La vie avec un fonds, point de vue de l'entreprise ». *Revue secteur privé & développement*, n°12 : 13-16.

## **Annexes**

### **Annexe 1 : Tableau de présentation des études de cas**

	Investisseurs	Gestionnaire	Entité juridique	Date de création	Capitalisation totale (en \$US courants)	Politique d'investissement	Entreprises agricoles, agroindustrielles et agroalimentaires du portefeuille
<b>Agriculture and Agribusiness Fund (AAF)</b>	AFD & Proparco/FISEA ( <i>IFD, France</i> ), BAD ( <i>IFD, Afrique</i> ), AECID ( <i>Agence de coopération, Espagne</i> ), BOAD ( <i>IFD, Afrique de l'ouest</i> ), EBID ( <i>IFD, CEDEAO</i> ), DBSA ( <i>IFD, RSA</i> ), FMO ( <i>IFD, Pays-Bas</i> ), Mafissa ( <i>gestionnaire de fonds, RSA</i> ), OFID ( <i>IFD, pays de l'OPEP</i> ), OPIC ( <i>IFD, USA</i> ), New Century Partners ( <i>Banque d'investissement, USA</i> ), Unigrains ( <i>société d'investissement, France</i> ), RMB ( <i>banque, RSA</i> ), Sango Capital Management ( <i>Société d'investissement, RSA</i> )	Mafissa	Société à durée de vie limitée-GBL1 (Ile Maurice)	2010	243 millions \$US	Développer les chaînes de valeur alimentaires en Afrique subsaharienne	Goldtree ( <i>production, huile de palme, Sierra Leone</i> ), Golden Lay ( <i>production, aviculture, Zambie</i> ), Feronia ( <i>production, huile de palme, RDC</i> ), Continental beverage company ( <i>conditionnement, eau minérale, Cote d'Ivoire</i> ), Meridian Group ( <i>production, engrais, Afrique australe</i> ), Farming and Engineering Services Limited ( <i>distribution, équipement agricole, Malawi</i> ), General Plastics ( <i>conditionnement, produit agroalimentaire, Kenya</i> ), AAF SME Fund (8)
<b>Agriculture and Agribusiness Fund - Small and Medium Enterprises (AAF-SME)</b>	AAF ( <i>Fonds de private equity, RSA &amp; Ile Maurice</i> ), IFC ( <i>IFD, multilatérale</i> ), Sanlam Capital ( <i>fonds de fonds, RSA</i> ), Common Fund for Commodities ( <i>IFD, multilatérale</i> )	Dalvabank Agri fund manager Ltd.	Société à durée de vie limitée-GBL1 (Ile Maurice)	2010	36 millions \$US	Développer les chaînes de valeur alimentaires en Afrique subsaharienne à travers les petites et moyennes entreprises	West end Farms ( <i>production, élevage porcin et céréales, Cameroun</i> ), Guanomad ( <i>production, engrais, Madagascar</i> ), Interfresh ( <i>production et transformation, maraichage, Zimbabwe</i> ), Matonjeni ( <i>production &amp; transformation, produits agroalimentaires, Zambie</i> ), Topcrust Bakery ( <i>transformation, pain, Nigeria</i> ), Avison ( <i>production,</i>

							<i>engrais, Afrique du sud), Moablaou (production, aviculture, Burkina Faso)</i> <b>(7)</b>
<b>Agri-life Food and Agribusiness Fund</b>	Sanlam Private Equity ( <i>fonds de private equity, RSA</i> ), IFC ( <i>IFD, multilatérale</i> ), BAD ( <i>IFD, Afrique</i> ), Norfund ( <i>IFD, Norvège</i> ), Industrial Development Corporation ( <i>IFD, RSA</i> ), Banque européenne d'investissement ( <i>IFD, Europe</i> ), Kellogg Foundation ( <i>foundation, USA</i> ), DBSA ( <i>IFD, RSA</i> ), Makotulo Consortium ( <i>Société d'investissement, RSA</i> )	Agri-life fund manager	Société cellulaire protégée-GBL1 (Ile Maurice) & Société en commandite (Afrique du sud)	2008	110 millions \$US	Investissements d'impact dans l'agriculture et l'agroalimentaire en Afrique subsaharienne	Dew Crisp ( <i>production, horticulture, Afrique du sud</i> ), AfricaJuice ( <i>production, jus de fruit, Ethiopie</i> ), Fairfield Dairy ( <i>production, produit laitier, Afrique du sud</i> ), New forests company ( <i>production, bois, Afrique de l'est</i> ), Hygrotech ( <i>production &amp; distribution, semences, Afrique du sud</i> ), Asilia ( <i>service, tourisme, Tanzanie &amp; Kenya</i> ), HIK Abalone Farm ( <i>production, aquaculture, Afrique du sud</i> ), Intelichem ( <i>production, engrais, Afrique du sud</i> ), Kariki Group ( <i>production, fleur, Kenya</i> ), Cape Olive ( <i>production, olive, Afrique du sud</i> ), Vida Oils ( <i>production et transformation, huile de coco, Afrique australe</i> ), Mtanga Foods ( <i>production, élevage bovin, céréales, pommes de terre, Tanzanie</i> ) <b>(12)</b>

<b>Croissancefuture Agri-Fund I</b>	Public Investment Corporation-Isibaya Fund ( <i>fonds de pension, RSA</i> ), Old Mutual ( <i>compagnie d'assurance, RSA</i> ), investisseurs individuels et institutionnels (Europe), FMO ( <i>IFD, Pays bas</i> )	Croissancefuture & FUU Agri Asset management	Société cellulaire protégée-GBL1 (Ile Maurice) & Société en commandite (RSA) & Société d'investissement à capital variable (Luxembourg)	2010	37 millions \$US	Investissements socialement responsables dans les exploitations agricoles en Afrique du sud	Exploitation agricole de Marble Hall ( <i>production, agrumes, Limpopo</i> ), exploitation agricole du Northern Cape ( <i>production, vigne, Cap du nord</i> ), exploitation agricole d'Eshowe ( <i>production, agrume, KwaZulu Natal</i> ), exploitation agricole de Piketberg ( <i>production, horticulture, Cap occidental</i> ) (4)
<b>Goldenlands Fund</b>	Pensionskassernes Administration A/S ( <i>Danemark, fonds de pension</i> ); OPIC ( <i>IFD, USA</i> ); CDC ( <i>IFD, Royaume-Unis</i> ); Finnfund ( <i>IFD, Finlande</i> ); Industrialisation Fund for Developing Countries ( <i>IFD, Danemark</i> )	Goldenstreet Capital LLP	Société d'investissement en capital à risque (Luxembourg) & Holding (Irlande) & Holding-GBL1 (Ile Maurice)	2010	Environ 200 millions \$US	Investissements dans les chaînes de valeur agricoles et alimentaires en Afrique australe	Crookes Brother ( <i>production &amp; transformation, sucre &amp; horticulture, Afrique du sud</i> ); Goldenlands Tanzania Limited ( <i>production, aviculture, Tanzanie</i> ); Goldenlands Ranching Limited ( <i>production, élevage bovin, Zambie</i> ) (3)

<b>Cédre Investments Limited</b>	PSG Group ( <i>Holding, RSA</i> ) ; Actionnaires individuels et institutionnels sud-africains (ex. Coronation Asset Manager, Allan Gray Unit Trust Management, Sanlam Investment Management)	Cédre	Société anonyme cotée sur le Johannesburg Stoch Exchange	2006	En 2014 la compagnie détenait pour 480 millions \$US d'actifs	Investissements dans l'agriculture et les industries alimentaires principalement en Afrique du sud	<p><b>Avant 2008:</b> jusqu'à 11 entreprises sud-africaines de services aux agriculteurs (stockage, transport, couverture des risques, distribution, etc.) : MGK Business Investment ; Kaap Agri Limited ; Suidwes Investment Limited ; etc.</p> <p><b>(11)</b></p> <p><b>En 2014:</b> Agri Voedsel (<i>transformation et conditionnement, produit agroalimentaire, RSA</i>); Kaap Agri (<i>services aux agriculteurs et distribution, RSA</i>); Capespan Group (<i>distribution, horticulture, RSA</i>) ; Faucon (<i>production &amp; transformation, céréales, Zambie</i>); Zaad holdings (<i>production, engrais, Afrique du sud</i>)</p> <p><b>(5)</b></p>
<b>Emvest</b>	<p><b>Avant 2013:</b> Vanderbilt Endowment Fund (<i>fonds de dotation, US</i>)</p> <p><b>Après 2013 :</b> Craven House Capital Plc (<i>Banque d'affaire, UK</i>)</p>	Emerging Asset Management	Société à durée de vie limitée- GBL1 (Ile Maurice)	2008	200 millions \$US	Chaines de valeur agroalimentaires en Afrique subsaharienne (sauf Afrique du sud)	<p>Ariston Holding (<i>production, horticulture, Zimbabwe</i>), Kalonga Estates (<i>production, fruits et céréales, Zambie</i>), Matuba Farm (<i>production, céréales &amp; Jatropha, Mozambique</i>), exploitation agricole El ranch (<i>production, horticulture, Swaziland</i>), EmVest Barvale Ltd. (<i>production, élevage et légumes, RSA</i>), EmVest Nuts Ltd.</p>

							(conditionnement, noix, RSA), EmVest Evergreen Ltd (transformation, légume, RSA), EmVest Eastern Cape Ltd. (service, assistance technique, RSA) <b>(8)</b>
<b>Faucon Atlas Investments</b>	<b>Avant 2012:</b> Faucon capital (société d'investissement, UK), individuels (agriculteurs, Zimbabwe) <b>Après 2012:</b> Cédre (société d'investissement, RSA), Norfund (IFD, Norvège), individuels (agriculteurs, Zimbabwe)	Faucon Capital <b>PUIS</b> Cédre	<b>Avant 2012 :</b> Société à durée de vie limitée-GBL1 (Ile Maurice) <b>Après 2012 :</b> holding-GBL1 (Ile Maurice)	2009	10 millions \$US	Investissements dans les exploitations agricoles en Zambie	Chobe Agrivision (production, céréales, Zambie) <b>(1)</b>
<b>Agriteam</b>	Fairfax Financial Holdings (Holding, Canada/Iles Caimans); Private Investment Corporation (Fonds de pension, RSA); Bafepi Agri (Black Economic Empowerment Trust, RSA); directeurs d'Afgri (individuels, RSA)	Agriteam	Holding-GBL1 (Ile Maurice)	2013	194 millions \$US	Investir dans le développement et l'expansion de la compagnie sur le continent africain	Afgri (service aux agriculteurs, RSA) <b>(1)</b>
<b>Glands Agri</b>	Sanlam (compagnie d'assurance, RSA); Glands PE (gestionnaire du fonds, RSA)	Glands Private Equity	Holding (RSA)	2014	32 millions \$US	Investir dans la restructuration du secteur agricole sud-africain	Overberg Agri (service aux agriculteurs, RSA); Lesotho Milling Company (transformation, minoterie, Lesotho); Montagu Dried Fruits & Nuts (transformation, fruits, RSA); BKB Limited (services aux agriculteurs, RSA) <b>(4)</b>

<b>Granary Investments</b>	Harvard Endowment Fund ( <i>fonds de dotation, USA</i> )	RussellwaterAgri	Holding-GBL1 (Ile Maurice)	2008	En 2013, la valeur des actifs du fonds était estimée à 70 millions \$US	Investissements dans les exploitations agricoles sud-africaines	Granary Normandien company ( <i>production, céréales et bétail, RSA</i> ), Granary Waterberg Company ( <i>production, céréales, légumes et bétail, RSA</i> ); Granary Orange Company ( <i>production, céréales, RSA</i> ), Granary Bredasdorp Company ( <i>production, olive, RSA</i> ) <b>(4)</b>
<b>Integrity Capital</b>	PSG group ( <i>société d'investissement, RSA</i> ), directeurs Integrity ( <i>individuels, RSA</i> ), BEE trusts (RSA)	Integrity	Société anonyme (RSA)	2005	En 2014, la valeur des actifs du fonds était estimée à 147 millions \$US	Fonds généraliste spécialisée dans les transactions « <i>Black Economic Empowerment</i> »	Kaap Agri ( <i>services aux agriculteurs, RSA</i> ), Overberg Agri ( <i>service aux agriculteurs, RSA, sortie en 2013</i> ), MGK ( <i>services aux agriculteurs, RSA, sortie en 2013</i> ) <b>(3)</b>
<b>Melasse Private Equity Fund II</b>	ABSA Private Equity ( <i>fonds de private equity, RSA</i> ) ; investisseurs institutionnels et individuels sud-africains	Melasse Private Equity	Société en commandite (RSA)	2005	37 millions \$US	Fonds généraliste sur le marché sud-africain	Senwes ( <i>services aux agriculteurs, RSA</i> ) <b>(1)</b>
<b>Evolution Fund I</b>	IFC ( <i>IFD, multilatérale</i> ), Quantum power ( <i>compagnie énergétique, Australie</i> ), Golbal energy efficiency and renewable energy fund ( <i>fonds de fonds, multilatéral</i> ), Norfund ( <i>IFD, Norvège</i> ), Cyane Holdings Limited ( <i>compagnie énergétique, Angleterre</i> ), Finnfund ( <i>IFD, Finlande</i> ), SIFEM ( <i>IFD, Suisse</i> ), BAD ( <i>IFD, Afrique</i> ), IDC	Inspiration Evolution Investment Management		2008	83,7 millions \$US	Investissements dans les énergies renouvelables et les industries durables en Afrique australe	Abagold ( <i>production, aquaculture, RSA</i> ) <b>(1)</b>



	(IFD, RSA), Seed capital assistance facility (IFD, multilatéral)						
<b>Classic chartered Africa Private Equity</b>	Classic chartered ( <i>Banque, RSA</i> )	Classic chartered PE	Société anonyme-GBL1 (Ile Maurice)	2008		Fonds généraliste africain en soutien aux clients de la banque	Export Trading Group ( <i>transformation &amp; distribution, produits agricoles, Tanzanie</i> ), Afrifresh ( <i>production, horticulture, RSA</i> ) <b>(2)</b>
<b>Public Investment Corporation-Isibaya Fund &amp; Private Equity Division (PIC)</b>	Government Employee Pension Fund ( <i>fonds de pension, RSA</i> ) et d'autres fonds para-publics mineurs (Unemployment Insurance Fund, Compensation Commissioner Fund, etc.)	Public Investment Corporation-Isibaya Fund	Société publique (PIC Act, 2004)	1911	Actifs estimés en 2014 à 125 milliards \$US	Investissements « généralistes » et socialement responsables prioritairement en Afrique du sud	Southern Farms ( <i>production, vigne, RSA</i> ), Just Veggies ( <i>conditionnement, légumes, RSA</i> ) CroissanceFutureAgri-Fund I ( <i>fonds de private equity, RSA</i> ), Agriteam ( <i>holding financière, RSA</i> ) <b>(4)</b>
<b>Africa Agriculture Trade and Investment Fund (AATIF)</b>	KfW ( <i>IFD, Allemagne</i> ), Ministère allemand pour la coopération économique et le développement – BMZ- ( <i>ministère du développement, Allemagne</i> ), Deutsche Bank ( <i>banque, Allemagne</i> ), Common Fund for Commodities ( <i>IFD multilatérale</i> ), institution religieuse (Allemagne)	Deutsche Bank	Société d'investissement à capital variable (Luxembourg)	2011	144 millions \$US	Investissements dans les chaînes de valeur agricoles et les institutions financières dédiées à l'agriculture en Afrique subsaharienne	The Eastern and Southern Trade and Development Bank ( <i>service financier, Panafricain</i> ), Faucon ( <i>production, céréales, Zambie</i> ), Chase Bank ( <i>services financiers, Kenya</i> ), GADCO ( <i>production, riz, Ghana</i> ), Wienco ( <i>distribution, engrais, Ghana</i> ), Balmed Holdings ( <i>trading, cacao/café, Sierra Leone</i> ), ABC holdings Ltd ( <i>services financiers, Botswana</i> ), Cape

							concentrate ( <i>production, sauce tomate, RSA</i> ) <b>(8)</b>
<b>Old Mutual Swaziland Agriculture Fund</b>	Public Service Pension Fund ( <i>Fonds de pension, Swaziland</i> ), Swaziland National Provident Fund ( <i>Fonds de pension, Swaziland</i> ), Old Mutual Swaziland ( <i>compagnie d'assurance, Swaziland</i> )	Croissancefuture & FUU Agri Asset management		2012		Investissements socialement responsables dans les exploitations et les entreprises agricoles au Swaziland	El ranch ( <i>production, horticulture, Swaziland</i> ) <b>(1)</b>

## Annexe 2 : Liste des entretiens

### Listes des entretiens réalisés avec les gestionnaires

Institution/ entreprise d'appartenance	Personne interrogée	Date	Lieu de l'entretien	Durée de l'entretien ou nombre d'entretien	N°
Russellwater	Responsable de la recherche agronomique	6 juin 2013	Newcastle, Afrique du sud	45mn	1
Russellwater	Chargé d'investissement 1	3 mai, 21 juin, 12 septembre 2013, 20 août 2014	Pretoria, Afrique du sud	3 entretiens et nombreuses discussions informelles	2
Russellwater	Chargé d'investissement 2	20 mai, 21 juin, 12 septembre 2013, 13 mars 2015	Pretoria, Afrique du sud	3 entretiens et de nombreuses discussions informelles	3
Russellwater	Partenaire Senior	6 mai, 7 mai 2013	Pretoria, Afrique du sud	2 entretiens	4
Mafissa	Partenaire Senior	9 mai 2013	Johannesburg, Afrique du sud	1h	5
Russellwater	Chargé de la communication	21 mai 2013	Pretoria, Afrique du sud	45mn	6
Ministère de l'agriculture, de la forêt et de la pêche	Conseillère auprès des entreprises privés – <i>business advisor</i>	2 août 2013	Pretoria, Afrique du sud	20mn	7
Nobel Group	Directeur des opérations agricoles	1 <sup>er</sup> août 2013	Pretoria, Afrique du sud	45mn	8
Agri-life FM	Analyste financière	15 août 2013	Le Cap, Afrique du sud	45mn	9
Croissancefuture	Responsable de produits	14 août 2013	Le Cap, Afrique du sud	1h	10
FUU management	Partenaire Senior	14 août 2013, 16 mars 2015	Le Cap, Afrique du sud	2 entretiens	11
Lakewood asset management	Directeur des investissements	15 août 2013	Le Cap, Afrique du sud	20mn	12
Cédre	Analyste financier	15 août 2013	Le Cap, Afrique du sud	30mn	13
Rebos Capital	Partenaire Senior	3 juin 2013	Pretoria, Afrique du sud	1h	14
Tristan agriculture investment	Partenaire Senior	2 avril, 5 septembre 2013	Pretoria, Afrique du sud	2 entretiens	15

Moringa Fund	Partenaire Senior 1	22 octobre 2012	Paris, France	30mn	16
Moringa Fund	Chargé d'investissement et conseiller technique	10 janvier 2014	Paris, France	45mn	17
Moringa Fund	Partenaire Senior 2	3 février 2014	Entretien téléphonique (Genève, Suisse)	20mn	18
Classic chartered Private Equity	Chargé d'investissement	19 mars 2014	Johannesburg, Afrique du sud	1h10	19
Deutsch Bank	Responsable de projet, chargée de la gestion du fonds AATIF	24 mars 2014	Entretien téléphonique (Francfort, Allemagne)	40mn	20
Adenia	Chargé d'investissement	2 avril 2014	Entretien téléphonique (Antananarivo, Madagascar)	1h	21
African Century Agriculture Limited	Directeur du développement commercial	29 mai 2014	Entretien téléphonique (Harare, Zimbabwe)	1h	22
FUU	Chargée d'évaluation des impacts	2 juin 2014	Le Cap, Afrique du sud	1 entretien et de nombreuses discussions informelles	23
Investec	Directeur d'investissement- <i>private equity</i>	6 juin 2014	Le Cap, Afrique du sud	45mn	24
Integrity Capital	Directeur d'investissement	19 juin 2014	Stellenbosh, Afrique du sud	1h	25
Glands Private Equity	Partenaire Senior	24 juin 2014	Somerset West, Afrique du sud	1h	26
Melasse Private Equity	Chargé d'investissement	21 juillet 2014	Johannesburg, Afrique du sud	1h	27
Cédre & Faucon	Chargé d'investissement (2006-2012) Directeur exécutif (2012-2015)	5 aout 2014	Stellenbosch, Afrique du sud	1h10	28
Investisseurs & partenaires	Chargé d'évaluation des impacts	21 janvier 2015	Paris, France	45mn	29
Investisseurs & Partenaires	Directeur d'investissement	29 janvier 2015	Paris, France	1h	30
IDIA-Credit Agricole	Directeur d'investissement	4 février 2015	Paris, France	1h	31
Dalvabank Agri FM	Chargée	3 mars 2015	Entretien	1h30	32

	d'investissement 1		téléphonique (Accra, Ghana)		
Dalvabank Agri FM	Chargé d'investissement 2	12 mars 2015	Entretien téléphonique (Johannesburg, Afrique du sud)	1h15	33
FUU	Chargé d'investissement	23 mars 2015	Le Cap, Afrique du sud	1 entretien et plusieurs discussions informelles	34
Goldenstreet Capital	Directeur de la recherche agricole	27 mars 2015	Entretien téléphonique (Harare, Zimbabwe)	1h10	35
FUU	Responsable de la recherche agronomique	1 <sup>er</sup> avril 2015	Entretien téléphonique (Port Elisabeth, Afrique du sud)	1h	36

**Listes des entretiens réalisés avec les investisseurs institutionnels**

<b>Institution/ entreprise d'appartenance</b>	<b>Personne interrogée</b>	<b>Date</b>	<b>Lieu de l'entretien</b>	<b>Durée de l'entretien ou nombre d'entretien</b>	<b>N°</b>
Agence française de développement (AFD)	Chargée d'investissement	7 mars 2013	Paris, France	45mn	37
Developmental Bank of Southern Africa (DBSA)	Directeur du département fonds propres - <i>equities</i>	26 aout 2013	Centurion, Afrique du sud	1h	38
Industrial Development Corporation (IDC)	Directeur du département agroindustries	29 juillet 2013	Johannesburg, Afrique du sud	45mn	39
Public Investment Corporation (PIC)- Isibaya Fund	Directeur d'investissement	5 aout 2013	Pretoria, Afrique du sud	1h	40
Agence française de développement (AFD)	Conseiller spécial du directeur général- chargé de la création du fonds AAF	4 octobre, 10 octobre, 12 novembre 2013	Paris, France	3 entretiens	41
Agence française de développement (AFD)	Economiste Ex-chargé de projet « sécurité alimentaire »	25 octobre 2013	Paris, France	1h	42

Agence française de développement (AFD) Division Agriculture, Développement Rural et Biodiversité,	Chargé de mission	24 octobre 2013	Paris, France	1h	43
Unigrains	Directeur des investissements et du développement	6 novembre 2013	Entretien téléphonique (Paris, France)	30mn	44
Fonds International de Développement Agricole (FIDA)	Chargé de projet	11 novembre 2013	Entretien téléphonique (Rome, Italie)	40mn	45
Banque européenne d'investissement (BEI)	Directeur du département <i>private equity</i> hors Europe	12 octobre 2013	Entretien téléphonique (Luxembourg)	1h	46
Fonds International de Développement Agricole (FIDA)	Chargé de projet "secteur privé"	13 novembre 2013	Entretien téléphonique (Rome, Italie)	30mn	47
Proparco	Chargé d'investissement	10 janvier 2014	Paris, France	1h	48
Norfund	Directrice du département « Partenariats industriels et fonds de petites et moyennes entreprises »	28 mars 2014	Entretien téléphonique (Oslo, Norvège)	50mn	48
Banque Africaine de Développement (BAD)	Directeur d'investissement	1er avril 2014	Centurion, Afrique du sud	45mn	50
Overseas Private Investment Corporation (OPIC)	Directeur du département <i>private equity</i>	12 mai 2014	Entretien téléphonique (Washington, Etats-Unis)	1h10	51
African Farmers Association of South Africa (AFASA)	Conseiller économique	26 mai 2014	Pretoria, Afrique du sud	1h10	52
Unigrains	Chargée d'étude	21 janvier 2015	Paris, France	45mn	53
Proparco	Directrice de la division <i>private equity</i>	16 février 2015	France (Paris)	45mn	54
Development Bank of Southern Africa (DBSA)	Chargés d'investissement	6 mars 2015	Centurion, Afrique du sud	1h20	55

**Listes des entretiens réalisés dans les entreprises-cibles et les sociétés opératrices**

<b>Institution/ entreprise d'appartenance</b>	<b>Personne interrogée</b>	<b>Date</b>	<b>Lieu de l'entretien</b>	<b>Durée de l'entretien ou nombre d'entretien</b>	<b>N°</b>
Russellwater- exploitation agricole de Normandien	Manager agricole	5 juin 2013	Morgenzon (Mpumalanga), Afrique du sud	1h30	56
Entreprise de sous- traitante agricole (pour russellwater)	Sous-traitant indépendant	5 juin 2013	Morgenzon (Mpumalanga), Afrique du sud	30mn	57
Russellwater- exploitation agricole de Waterberg	Manager agricole	13 juin 2013	Waterberg (Limpopo), Afrique du sud	1h30	58
Russellwater- exploitation agricole de Waterfall	Manager agricole	14 juin 2013, 26 mars 2015	Waterfall (Mpumalanga), Afrique du sud	2 entretiens	59
Entreprise de sous- traitante agricole (pour russellwater)	Sous-traitant indépendant	6 juin 2013	Newcastle (KwaZulu Natal), Afrique du sud	1h45	60
Russellwater- exploitation agricole d'Alma	Manager agricole	13 juin 2013	Alma (Limpopo), Afrique du sud	1h30	61
Russellwater- exploitation agricole de Bredasdorp	Manager agricole et météorologue	16 août 2013	Bredasdorp (Cap occidental) Afrique du sud	30mn	62
Agricol	Directeur exécutif	13 aout 2013	Le Cap, Afrique du sud	45mn	63
Just Veggies	Directeur exécutif	3 septembre 2013	Vryheid, (KwaZulu Natal), Afrique du sud	1h15	64
Crookes Brothers limited	Directeur du développement	2 septembre 2013	Durban, Afrique du sud	1h	65
Abagold	Directeur exécutif	11 juin 2014	Hermanus, Afrique du sud	1h	66
HIK Abalone	Directeur exécutif	13 juin 2014	Le Cap, Afrique du sud	45mn	67
Dew Crisp	Directeur exécutif	18 juin 2014	Le Cap, Afrique du sud	1h10	68
SAFE (sous-traitant agricole pour FUU)	Chargée des programmes sociaux et environnementaux	18 juin 2014	Le Cap, Afrique du sud	50mn	69
Afgri	Agriculteur et ex-membre du	24 juillet 2014	Warden, Afrique du sud	1h30	70

	conseil d'administration				
Afrifresh (sous-traitant agricole pour FUU)	Chargée des programmes environnementaux et sociaux	25 juillet 2014	Entretien téléphonique (Le Cap, Afrique du sud)	40mn	71
Southern Farms	Directeur des opérations & Directeur financier	5 aout 2014	Stellenbosh, Afrique du sud	1h	72
Overberg Agri	Directeur exécutif	6 aout 2014	Caledon, Afrique du sud	40mn	73
Kaap Agri	Directeur exécutif	7 aout 2014	Malmesbury, Afrique du sud	1h	74
Senwes	Directeur financier	11 aout 2014	Klerksdorp, Afrique du sud	1h	75
MGK	Ex-directeur exécutif	12 aout 2014	Brits, Afrique du sud	45mn	76
Afgri	Directeur des opérations en Afrique	13 aout 2014	Centurion, Afrique du sud	30mn	77
SAFE (sous-traitant agricole pour FUU)	Manager agricole & chargée administrative	26 aout 2014	Nuweland, Afrique du sud	1h45	78
Russellwater-exploitation agricole d'Orange	Manager agricole	27 aout 2014	Hopetown, Afrique du sud	1h15	79
Afgri	Directeur exécutif	1 <sup>er</sup> septembre 2014	Entretien téléphonique (Pretoria, Afrique du sud)	20mn	80
Guanomad	Directeur financier	4 mars 2015	Entretien téléphonique (Antananarivo, Madagascar)	1h	81
Agrivision Africa (ex-Faucon Africa)	Directeur des opérations	7 mars 2015	Entretien téléphonique (Mkushi, Zambie)	45mn	82
Dew Crisp	Directeur financier	9 mars 2015	Muldersdrift, Afrique du sud	1h15	83
Mtanga Foods	Directeur exécutif	11 mars 2015	Entretien téléphonique (Dar es Salam, Zambie)	45mn	84
SAFE (sous-traitant	Directeur financier	17 mars 2015	Le Cap, Afrique du sud	1h	85



agricole pour FUU)					
Capespan	Directeur exécutif Ex-directeur exécutif de Senwes	19 mars 2015	Le Cap, Afrique du sud	1h	86
Fairfield Dairy	Directeur exécutif	26 mars 2015	Entretien téléphonique (Howick, Afrique du sud)	40mn	87
West End Farms	Directeur exécutif	26 mai 2015	Entretien téléphonique (Yaoundé, Cameroun)	1h	88

**Liste des entretiens réalisés avec les consultants et les prestataires de service**

<b>Institution/ entreprise d'appartenance</b>	<b>Personne interrogée</b>	<b>Date</b>	<b>Lieu de l'entretien</b>	<b>Durée de l'entretien ou nombre d'entretien</b>	<b>N°</b>
Farmsecure (intelligence agricole)	Manager agricole	16 aout 2013	Villiersdorp, Afrique du sud	45mn	90
Farmsecure (intelligence agricole)	Directeur des produits financiers	13 aout 2013	Le Cap, Afrique du sud	45mn	91
Our Source (intelligence agricole)	Directeur	6 juin 2014	Paarl, Afrique du sud	30mn	92
Environmental Business Strategies (EBS) (conseils environnementaux et sociaux)	Consultante spécialisée dans l'agriculture	18 juillet 2014	Johannesburg, Afrique du sud	1h15	93
Université de Pretoria - département d'économie agricole & Optimal Agricultural Business Systems (consultant en intelligence agricole)	Professeur d'économie agricole & consultant	9 mars 2015	Pretoria, Afrique du sud	2 entretiens	94
PriceWater&Cooper (PwC)	1 auditeur- responsable de	18 mars 2015	Le Cap, Afrique du sud	1h15	95

(cabinet d'audit)	l'agriculture ; 1 auditrice membre de l'équipe <i>private equity</i>				
Consultant indépendant	Consultant spécialisé dans les investissements agricole en Afrique ; ex-chargé d'investissement pour la CDC	23 mars 2015	Entretien téléphonique (Londres, Royaume-Unis)	45mn	96
Technoserve- Facilité d'assistance technique AAF	Chargé de projet	12 mars 2014	Johannesburg, Afrique du sud	1h	97
Technoserve- Facilité d'assistance technique AAF	Directrice	10 mars 2015	Johannesburg, Afrique du sud	45mn	98

**Liste des entretiens réalisés avec les autorités de régulation et les associations de professionnels**

<b>Institution/ entreprise d'appartenance</b>	<b>Personne interrogée</b>	<b>Date</b>	<b>Lieu de l'entretien</b>	<b>Durée de l'entretien ou nombre d'entretien</b>	<b>N°</b>
South African Venture Capital and Private Equity Association (SAVCA)	Ex-directeur	20 mars 2014	Pretoria, Afrique du sud	30mn	98
Competition Commission	Ex-directeur de la recherche	26 mars 2014	Entretien téléphonique (Johannesburg, Afrique du sud)	30mn	99
Financial intelligence center	Analyste politique	3 avril 2014	Centurion, Afrique du sud	45mn	100
Trésor public	Responsable des services financiers non-bancaires	14 mai 2014	Pretoria, Afrique du sud	40mn	101
Financial Service Board	Conseillère juridique	29 mai 2014	Pretoria, Afrique du sud	1h	102
Parti communiste	Représentant sur le	2 juin 2014	Pretoria,	40mn	103

sud-africain	dossier Afgri		Afrique du sud		
Agri-SA (ex-South African Agricultural Union)	Président adjoint	18 juillet 2014	Johannesburg, Afrique du sud	1h	104
Agricultural business chamber	Directeur	5 mars 2015	Pretoria, Afrique du sud	30mn	105
Global Impact Investing Network	Chargée de recherche	20 mars 2015	Entretien téléphonique (New- York, Etats-Unis)	30mn	106
Land Bank	Directeur financier	25 mars 2015	Centurion, Afrique du sud	30mn	107
Classic Chartered Bank	Directeur du département agrobusiness	30 mars 2015	Johannesburg, Afrique du sud	45mn	108

## **Annexe 3 : Guides d'entretiens**

### **3.1 Guide d'entretien avec les gestionnaires de fonds**

#### Questions sur la société de gestion et l'organisation du travail :

Quand a été créée l'entreprise de gestion ? Qui en est à l'origine ?

Quelle est l'expérience de l'équipe de gestion ? Quelle expertise interne avez-vous en matière d'agriculture ?

Comment est-ce que vous vous répartissez le travail (entre les employés, entre les différents bureaux) ? Quel est votre travail quotidien ?

#### Questions sur les relations avec les investisseurs :

Comment avez-vous rencontré les investisseurs du fonds ou de la firme ?

Comment les avez-vous convaincus de s'engager dans le fonds ou la firme ? Ont-ils mis des conditions à leur engagement ?

Comment participent-ils et suivent-ils les activités du fonds ou de la firme ?

#### Questions sur les relations avec les dirigeants :

Comment est-ce que vous évaluez les dirigeants d'entreprise, notamment leur capacité à collaborer avec vous ?

Est-ce que vous recherchez un profil particulier de dirigeant en termes d'expérience ou de formation ?

Quels sont vos interlocuteurs au sein de l'entreprise ?

Comment est-ce que vous supervisez les activités des dirigeants ? Est-ce que vous vous êtes déjà engagés dans la gestion opérationnelle de l'entreprise ?

Quelle relation entretenez-vous aujourd'hui avec les dirigeants des entreprises de votre portefeuille ?

#### Questions sur le travail de conception, d'évaluation et d'investissement :

Où avez-vous enregistré le fonds ou la firme de *private equity* ? Pourquoi ?

Sur quelle base avez-vous défini la politique d'investissement du fonds ? Comment a été défini l'objectif de rentabilité interne ?

Comment est-ce que vous évaluez les entreprises ? Selon quelle méthode ? Est-ce que ces méthodes sont applicables aux actifs agricoles ?

Comment est-ce que vous avez identifié vos opportunités d'investissement ?

Est-ce que vous avez rencontré de la concurrence pour la réalisation de vos transactions ?

Est-ce que vous mettez en place une stratégie de diversification du portefeuille ? Laquelle ?

Comment est-ce que sont structurées les transactions ? Est-ce que vous apportez de la dette et des fonds propres ?

Quelle sont les principaux axes de développement pour les entreprises ? Quelle est votre valeur ajoutée dans les entreprises ?

Quel est votre modèle de développement agricole ?

Est-ce que le développement des entreprises correspond au *business plan* définis lors de la transaction ? Si non, comment et dans quel sens l'avez-vous adapté ?

Quelles sont vos options de sortie des entreprises ?

Est-ce que vous avez recours à des prestataires de services dans le cadre de la gestion et de l'allocation des capitaux ? Lesquels ?

#### Questions sur la communauté de l'investissement agricole :

Est-ce que vous êtes engagé, à l'échelle nationale ou internationale, pour la promotion des investissements dans l'agriculture ?

### **3.2 Guide d'entretien avec les investisseurs institutionnels**

#### Questions sur l'historique et la gestion du *private equity* au sein de l'entreprise/institution :

Depuis quand est-ce que l'entreprise investit dans des fonds ou des firmes de *private equity* ? Avec quels objectifs ?

Est-ce que la stratégie d'investissement, notamment en matière de *private equity*, a évolué au fil du temps ?

Quelle est la complémentarité entre le *private equity* et les autres activités/investissements de l'entreprise ? Comment le *private equity* s'insère dans la stratégie globale de l'entreprise ?

Comment est-ce que l'entreprise gère les risques propres au *private equity* ?

Quelle est l'organisation du travail autour du *private equity* au sein de l'entreprise ?

En tant que chargé d'investissement/analyste, en quoi consiste votre travail quotidien ?

#### Questions sur le travail d'investissement :

Comment avez-vous identifié les fonds ou les firmes de *private equity* dans lesquels vous investissez ?

Pourquoi est-ce que le gestionnaire vous a convaincu ?

Est-ce que vous aviez des demandes spécifiques relatives à la politique d'investissement ou à la structure du fonds ou de la firme ? Comment se sont déroulées les négociations avec le gestionnaire ?

Quelle est votre valeur ajoutée au sein du fonds ou de la firme ? Est-ce que vous contribuez à améliorer la gestion du fonds ou de la firme au fur et à mesure ?

Questions sur leur relation avec les gestionnaires :

Comment évaluez-vous la société et l'équipe de gestion ?

Comment est-ce que vous suivez et évaluez vos investissements ? Est-ce que vous avez un suivi des impacts environnementaux et sociaux ?

Est-ce que vous avez déjà eu de mauvaises relations avec un de vos gestionnaires ?

Quelles relations entretenez-vous avec les autres investisseurs au sein d'un même fonds ou firme ?

Est-ce que vous connaissez les dirigeants des entreprises du portefeuille du fonds ou de la firme ?

Questions sur le *private equity* comme instrument de politique publique :

Quel est votre modèle de développement agricole ?

Est-ce que le *private equity* est compatible avec l'agriculture ?

Dans quelles conditions est ce que le *private equity* peut devenir un outil en faveur du développement ?

### **3.3 Guide d'entretien avec les dirigeants et les managers d'entreprise**

Questions sur l'histoire de l'entreprise et des entrepreneurs :

Quand et comment est née l'entreprise ? Qui en est à l'origine ?

Comment ont été financées les premières étapes du développement de l'entreprise ?

Pourquoi est-ce que vous avez décidé de vous engager avec un fonds ou une firme de *private equity* ?

Est-ce que vous êtes engagé dans des organisations professionnelles ? Lesquelles et pour quelle participation ?

Questions sur la phase d'investissement :

Comment est-ce que vous avez rencontré les gestionnaires ? Est-ce que vous aviez d'autres possibilités de financement ?

Comment se sont déroulées les *due diligences* ?

Quelles ont été les bases de l'accord entre vous et les gestionnaires ? Est-ce qu'il y a eu des désaccords entre vous au cours de la négociation ? Quelle stratégie de croissance avez-vous finalement adoptée ?

Comment sont-ils entrés au capital de l'entreprise ? Est-ce qu'ils ont injecté des capitaux au bilan de l'entreprise ?

Questions sur leur relation avec les gestionnaires :

Quelles sont les connaissances des gestionnaires en matière de gestion entrepreneuriale opérationnelle et notamment dans le domaine agricole ? Est-ce qu'ils comprennent les enjeux opérationnels de l'entreprise ?

Comment est-ce qu'ils suivent les opérations de l'entreprise ? Quelle est leur participation et leur apport au conseil d'administration de l'entreprise ? Est-ce qu'ils font de l'ingérence dans les activités quotidiennes de l'entreprise ? Est-ce que vous avez des échanges réguliers avec eux ?

Comment évaluez-vous votre partenariat avec les gestionnaires jusqu'à aujourd'hui ?

Est-ce que vous êtes en relation avec les dirigeants des autres entreprises du portefeuille du fonds ou de la firme ?

Questions sur la phase de valorisation :

Qu'est ce qui a changé au sein de l'entreprise depuis l'arrivée du fonds ou de la firme ? En termes de gouvernance, du management, de la politique des dividendes, de la rémunération des dirigeants et des salariés, de la politique environnementale et sociale ?

Est-ce qu'il y a eu des conséquences concernant les relations de l'entreprises avec les autres parties prenantes (banques, communautés locales, administrations locales) ?

Est-ce que les salariés sont au courant de l'entrée du fonds ou de la firme au capital de l'entreprise ? Quelles sont leur perception ?

Est-ce que vous avez évoqué avec les gestionnaires leur stratégie de sortie ?

# Index des figures, tableaux et encadrés

## Liste des figures

Figure 1 : Le circuit du <i>private equity</i> .....	26
Figure 1.1 : Rendement financier du <i>private equity</i> face à des index d’actions.....	72
Figure 1.2 : Ventilation des capitaux selon leur gestionnaire en 2014 en Afrique du sud.....	76
Figure 1.3: Origine des capitaux levée en 2014 par les sociétés de gestion indépendantes.....	77
Figure 1.4 : Ventilation des capitaux par secteurs d’activités en 2013.....	78
Figure 1.5 : Profil risque/retour des exploitations agricoles américaines comparé à d’autres classes d’actifs.....	81
Figure 3.1 : L’appariement d’une offre et d’une demande de capitaux <i>par le private equity</i> .....	144
Figure 4.1 : Contrôle et autocontrôle au sein des filières agro-financières du <i>private equity</i> .....	200

## Liste des tableaux

Tableau 2.1 : Typologie des sociétés de gestion.....	90-91
Tableau 2.2 : Typologie des investisseurs institutionnels.....	110-111
Tableau 2.3 : Le portefeuille de la BAD en <i>private equity</i> en 2013.....	113-114
Tableau 2.4 : Typologie des dirigeants d’entreprises-cibles.....	131
Tableau 3.1 : Typologie des référentiels de politique d’investissement dans l’agriculture (sud)-africaine.....	155
Tableau 3.2 : Comparaison entre les politiques d’investissement de russellwater et de Croissancefuture/FUU.....	156
Tableau 3.3 : La matrice d’évaluation de la société de gestion russellwater Agri.....	182-183
Tableau 5.1 : La matrice d’impact du fonds CroissanceFutureAgri Fund.....	226



Tableau 5.2 : Programmes de modernisation et de développement sur les exploitations agricoles du fonds	CroissanceFutureAgri	Fund
I.....	264	

## Liste des encadrés

Encadré 1.1 : Quantifier le « <i>private equity</i> agricole » en Afrique du sud.....	85-86
Encadré 2.1 : Biographie de Duncan B, partenaire senior à Mafissa.....	96
Encadré 2.2 : Biographie de TR, analyste financier à FUU.....	99-100
Encadré 2.3 : Biographie de PS, expert agricole chez Mafissa.....	103
Encadré 2.4 : Biographie TD, Directeur de la recherche agricole chez Goldenstreet.....	104
Encadré 2.6 : Biographie d'AB, ingénieur agronome chez FUU.....	105
Encadré 2.7 : Biographie de PN, directeur de la stratégie agricole chez Faucon.....	105-106
Encadré 2.8 : Biographie du docteur MK, conseiller stratégique de la société Agri-life.....	106
Encadré 2.9 : Le portefeuille du fonds de dotation de l'université d'Harvard en 2013.....	118
Encadré 2.10 : Le <i>Corporate-policy Project Rating</i> (GPR) comme outil décisionnel chez Proparco.....	124-125
Encadré 2.11 : Feronia, des plantations coloniales aux Iles Caïmans.....	138
Encadré 3.1 : Profil financier de la classe d'actifs « exploitations agricoles sud-africaines ».....	151-152
Encadré 3.2 : le calcul du taux de rendement prévisionnel, le cas de FUU.....	159
Encadré 3.3 : Une visite à la ferme.....	161
Encadré 3.4 : La facilité d'assistance technique du fonds AAF.....	169-170
Encadré 4.1 : L'assemblée annuelle de Cédre.....	205-206
Encadré 4.2 : La politique des rapports du CroissanceFutureAgri Fund I.....	210-212
Encadré 4.3 : Capture d'image d'une parcelle agricole réalisée par la société de gestion FUU.....	220

Encadré 4.4 : La construction du budget, l'exemple de l'exploitation agricole Alma.....	223-224
Encadré 4.5 : La mobilisation contre le fonds Emvest en 2011/2012.....	239
Encadré 5.1 : Les activités du <i>Global Impact Investment Network</i> .....	225.
Encadré 5.2 : Les projets de la Facilité d'assistance technique (TAF) du fonds AAF.....	271-272
Encadré 5.3: Arbitrage et dégroupage de Cédre.....	285
Encadré 5.4: Les limites de l'analyse empirique des sorties d'investissement.....	289
Encadré 6.1: Les politiques publiques d' <i>off-shorisation</i> à l'Ile Maurice.....	319
Encadré 6.2 : Le jugement de la commission de la concurrence sur la transaction Afgri/Agriteam.....	323

## Table des matières complètes

<b>Introduction générale.....</b>	<b>1</b>
1. Finance et transformations du capitalisme .....	2
1.1. Les trois échelles de la financiarisation .....	3
1.2. L'intermédiation financière comme espace d'analyse .....	7
1.2.1. Les courants d'analyse de l'intermédiation financière .....	7
1.2.2. L'intermédiation financière « sectorielle » : le cas du secteur agricole.....	9
1.3. Les dispositifs d'intermédiation financière .....	12
1.3.1. Une approche par les dispositifs qui s'inscrit dans la sociologie économique .....	12
1.3.2. Les dispositifs sectoriels d'intermédiation financière .....	15
2. Du cadre théorique à l'objet d'étude : les filières agro-financières du private equity .....	17
2.1. Le private equity : l'enjeu de la définition .....	17
2.2. Les fondements théoriques de la filière agro-financière.....	19
2.3. Portrait-robot de la filière agro-financière du private equity .....	22
2.3.1. La coalition du private equity .....	22
2.3.2. Le circuit du capital du private equity .....	24
2.4. Question de recherche et apports de la thèse .....	26
2.5. Un protocole d'enquête du private equity et des filières agro-financières .....	28
2.5.1. Historiciser le dispositif.....	28
2.5.2. Les filières agro-financières du private equity « en action ».....	29
2.5.3. Les effets de transmission .....	30
2.6. Organisation de la thèse.....	31
3. De l'objet d'étude au terrain d'enquête .....	32
3.1. Délimiter un périmètre d'étude.....	33
3.2. Description des données collectées .....	35
<b>Chapitre 1 : De la <i>Land Bank</i> au <i>private equity</i> : Analyse socio-historique des dispositifs d'intermédiation financière dans l'agriculture en Afrique du sud .....</b>	<b>40</b>
1. Le champ de l'intermédiation financière agricole en Afrique du sud au XXe siècle .....	41
1.1. La Land Bank et la naissance d'une agriculture commerciale moderne (1870-1948) .....	41
1.2. Agriculture et finance agricole sous l'apartheid (1948-1994).....	46

1.2.1.	La « modernisation » du secteur agricole sous l'apartheid.....	47
1.2.2.	Les filières agro-financières sous l'apartheid : Land Bank et banques commerciales 49	
1.3.	Politiques agricoles et intermédiations financières dans l'Afrique du sud postapartheid (1994-2014).....	54
1.3.1.	Les politiques de dérégulation du secteur agricole.....	54
1.3.2.	Renouvellement des formes d'intermédiation financière .....	55
1.3.3.	Restructuration et recomposition du secteur agricole.....	59
2.	Une généalogie du <i>private equity</i> .....	61
2.1.	La double filiation historique du <i>private equity</i> .....	61
2.1.1.	Les prises de participation en capital : développement économique et « empowerment » .....	61
2.1.2.	Révolution actionnariale et Leverage Buy Out .....	63
2.2.	L'institutionnalisation du <i>private equity</i> en Afrique du sud.....	67
2.2.1.	Une communauté transnationale du <i>private equity</i> .....	68
2.2.2.	Le cadre cognitif du <i>private equity</i> .....	71
2.2.3.	La lente reconnaissance légale du <i>private equity</i> en Afrique du sud.....	73
2.2.4.	Le champ du <i>private equity</i> en Afrique du sud .....	74
2.3.	<i>Private equity</i> et agriculture.....	78
2.3.1.	Intégrer l'agriculture dans un portefeuille diversifié .....	79
2.3.2.	Investir dans l'agriculture au nom de la sécurité alimentaire .....	81
2.3.3.	Fonds et firmes de <i>private equity</i> dans l'agriculture .....	84
3.	Conclusion du chapitre .....	86
<b>Chapitre 2 : Les acteurs des filières agro-financières du <i>private equity</i>.....</b>		<b>88</b>
1.	Les sociétés de gestion de <i>private equity</i> .....	88
1.1.	Typologie des sociétés de gestion .....	89
1.2.	Les « partenaires seniors » : entrepreneurs de la gestion d'actifs agricoles .....	94
1.3.	Les professionnels de la gestion du <i>private equity</i> .....	99
1.3.1.	Les chargés d'investissement : modélisation financière et mise en récit .....	99
1.3.2.	La mobilisation d'une expertise agricole.....	102
2.	Les investisseurs institutionnels .....	108
2.1.	Typologie des investisseurs institutionnels .....	109
2.1.1.	Les Institutions financières de développement.....	112

2.1.2.	Les Fonds de pension .....	114
2.1.3.	Les Compagnies d'assurance et banques.....	116
2.1.4.	Les Fonds de dotation.....	117
2.1.5.	Les Sociétés d'investissement .....	118
2.1.6.	Les BEE trusts .....	119
2.1.7.	Les Fondations privées .....	120
2.1.8.	Les investisseurs minoritaires : individus et société de gestion .....	120
2.2.	Investir professionnellement : organisation et travail au sein des institutions financières de développement.....	121
3.	Les dirigeants d'entreprise dans l'agriculture .....	128
3.1.	Typologie des entreprises-cibles .....	128
3.2.	Typologie des dirigeants d'entreprises-cibles .....	129
3.2.1.	Les entrepreneurs de l'agriculture et de l'agroalimentaire (25/75) .....	132
3.2.2.	Les managers de l'agriculture et de l'agroalimentaire (42/75).....	136
3.2.3.	Les « nouveaux » dirigeants des exploitations agricoles sud-africaines (13/75)....	140
4.	Conclusion du chapitre .....	141
<b>Chapitre 3 : La construction des filières agro-financières du <i>private equity</i> ou l'appariement d'une offre et d'une demande de capitaux .....</b>		<b>143</b>
1.	Construire et formater une offre de capitaux.....	144
1.1.	La conception d'un produit de private equity à partir de l'agriculture.....	145
1.1.1.	Le private equity comme dispositif juridique.....	145
1.1.2.	Le private equity comme dispositif cognitif : les politiques d'investissement.....	148
1.1.3.	Le private equity comme dispositif commercial : positionner le produit sur les marchés financiers.....	157
1.2.	La commercialisation du produit.....	160
1.2.1.	Démarcher et convaincre les clients potentiels.....	161
1.2.2.	Négocier les termes du contrat .....	165
2.	Identifier et cadrer une demande de capitaux.....	173
2.1.	Les enjeux de l'identification des entreprises-cibles agricoles et agroalimentaires .....	173
2.2.	Les procédures de due diligences .....	175
2.2.1.	Une enquête quantitative : cadre d'analyse et matériaux des due diligences .....	176
2.2.2.	Une enquête qualitative : évaluer les dirigeants d'entreprise .....	186
2.2.3.	Biais et limites des due diligences.....	188

2.3.	Négocier avec les dirigeants d'entreprise .....	191
2.3.1.	Les modalités de la transaction.....	191
2.3.2.	Formaliser un partenariat d'actionnaires .....	193
3.	Conclusion du chapitre.....	197
<b>Chapitre 4 : Gouverner les filières agro-financières du <i>private equity</i> .....</b>		<b>198</b>
1.	Contrôle et autocontrôle au sein des filières agro-financières du <i>private equity</i> .....	198
1.1.	Les arènes de cogestion des filières du <i>private equity</i> .....	199
1.1.1.	Comité d'investissement et conseil consultatif : participation des investisseurs et responsabilité des gestionnaires .....	200
1.1.2.	Conseil d'administration : garantir les intérêts propres de l'entreprise .....	205
1.2.	Le « contrôle à distance » au sein des filières du <i>private equity</i> .....	208
1.2.1.	La normalisation au cœur du gouvernement des filières .....	208
1.2.2.	La bureaucratie du contrôle à distance .....	215
1.2.3.	Du contrôle à distance à la main visible du gestionnaire .....	222
1.3.	La coordination au quotidien : échanges informels et relations interpersonnelles .....	224
2.	Les crises des filières agro-financières.....	227
2.1.	Ruptures et conflits au sein des filières agro-financières .....	228
2.1.1.	« Mettre en crise » : l'incertitude comme ressource managérial .....	228
2.1.2.	Les conflits internes au sein des filières .....	230
2.2.	Mobilisations contre les filières agro-financières du <i>private equity</i> .....	236
2.2.1.	Le cas de russellwater et des « occupants ».....	237
2.2.2.	Le cas du fonds Agriculture and Agribusiness Fund et de Feronia.....	240
2.2.3.	Faire face aux critiques et aux mobilisations.....	242
3.	Conclusion du chapitre.....	247
<b>Chapitre 5 : Créer de la valeur à <i>partir de l'entreprise-cible</i> .....</b>		<b>249</b>
1.	Evaluer les entreprises pour mieux les valoriser .....	249
1.1.	Diffuser la méthode d'évaluation d'actualisation des flux de trésorerie .....	251
1.2.	Mesurer la rentabilité environnementale et sociale .....	253
2.	Stimuler la croissance des entreprises .....	258
2.1.	Les horizons de la croissance .....	259
2.1.1.	La conquête de nouveaux marchés.....	259
2.1.2.	Développement et intégration des filières agroalimentaires.....	261

2.1.3.	Modernisation et développement des infrastructures de production .....	262
2.2.	La boîte à outil de la croissance .....	266
2.2.1.	L'apport de capitaux.....	266
2.2.2.	Réseau et capital social.....	268
2.2.3.	Expertise technique et agronomique.....	270
2.3.	Quel modèle de croissance par le private equity ? .....	272
2.3.1.	La croissance de l'entreprise au service des actionnaires.....	272
2.3.2.	Une croissance « gagnant-gagnant » .....	274
3.	Rationalisation financière des entreprises .....	277
3.1.	Rationalisation du travail.....	279
3.2.	Optimisation des ressources financières.....	285
4.	La revente des entreprises-cibles.....	288
4.1.	Les scénarios de sortie des entreprises .....	289
4.2.	Insérer les entreprises dans les chaînes de valeur globales.....	292
5.	Conclusion du chapitre.....	295
<b>Chapitre 6 : Du secteur à la classe d'actifs. Les mutations de l'agriculture en Afrique du sud</b>		<b>296</b>
1.	Vers une nouvelle architecture sectorielle de l'agriculture sud-africaine ?.....	296
1.1.	L'agriculture de firme comme modèle de développement .....	297
1.2.	Résistances et collaborations des agriculteurs.....	302
1.2.1.	L'intégration aux filières du private equity : d'agriculteur à manager .....	303
1.2.2.	Résistance et adaptation des agriculteurs commerciaux.....	308
1.3.	De nouvelles élites et de nouvelles arènes « agricoles » ? .....	311
1.4.	Les filières du private equity et la « déssectorisation » de l'agricole sud-africaine.....	315
2.	L'Etat dans les filières du <i>private equity</i> .....	318
2.1.	L'Etat-régulateur .....	318
2.2.	L'Etat-investisseur : le private equity comme instrument de politique publique pour le développement.....	324
2.2.1.	Renouveler le répertoire de l'action publique .....	325
2.2.2.	Les référentiels des politiques publiques de développement par le private equity..	330
2.3.	Reconfiguration et redéploiement de l'Etat.....	333
2.4.	Rétro-effets sur le private equity et la communauté financière.....	336

3. Conclusion du chapitre .....	338
<b>Conclusion générale .....</b>	<b>339</b>
1. Du <i>private equity</i> en Afrique du sud au secteur agricole sud-africain .....	339
2. Retour sur la notion de filière agro-financière du <i>private equity</i> .....	341
3. Les deux niveaux de la financiarisation .....	343
3.1. La financiarisation des entreprises: l'entreprise agricole comme actif.....	343
3.2. La financiarisation du secteur agricole : l'agriculture comme classe d'actifs .....	345
4. Prolonger l'analyse .....	346
4.1. Quels futurs pour les filières agro-financières du <i>private equity</i> ? .....	346
4.2. Analyser la financiarisation « par le bas ».....	348
<b>Bibliographie.....</b>	<b>350</b>
<b>Littérature grise.....</b>	<b>373</b>
<b>Annexes .....</b>	<b>378</b>
Annexe 1 : Tableau de présentation des études de cas .....	378
Annexe 2 : Liste des entretiens.....	387
Listes des entretiens réalisés avec les gestionnaires .....	387
Responsable de projet,.....	388
chargée de la gestion du fonds AATIF .....	388
Listes des entretiens réalisés avec les investisseurs institutionnels .....	389
Listes des entretiens réalisés dans les entreprises-cibles et les sociétés opératrices.....	391
Liste des entretiens réalisés avec les consultants et les prestataires de service .....	393
Liste des entretiens réalisés avec les autorités de régulation et les associations de professionnels .....	394
Annexe 3 : Guides d'entretiens .....	396
<b>Index des figures, tableaux et encadrés .....</b>	<b>400</b>
Liste des figures.....	400
Liste des tableaux .....	400
Liste des encadrés.....	401
<b>Table des matières complètes .....</b>	<b>403</b>
<b>Résumé .....</b>	<b>410</b>



<b>Abstract .....</b>	<b>410</b>
-----------------------	------------

## Résumé

*Mots clefs : capital-investissement, secteur agricole, financiarisation, Afrique du sud, sociologie économique, économie politique, filière*

La thèse interroge les transformations induites par la prolifération des fonds et des firmes de *private equity* sur l'organisation économique et sociale de l'agriculture en Afrique du sud. Au croisement de l'économie politique et de la sociologie économique, elle propose d'analyser un dispositif d'intermédiation financière original, le *private equity*, et de ses effets de transmission. Grâce à la collecte de matériaux empiriques et à l'analyse approfondie d'une quinzaine d'études de cas, la thèse reconstitue la circulation et la reproduction des capitaux au sein des « filières agro-financières » du *private equity*.

Ces circuits de capitaux sont composés de trois groupes d'acteurs –les investisseurs institutionnels, les gestionnaires d'actifs, les dirigeants d'entreprise- qui sont collectivement engagés dans la production d'un actif agricole à partir d'entreprises-cibles. La thèse se situe principalement au niveau des gestionnaires sud-africains et analyse leur travail au niveau commercial et productif, c'est-à-dire leurs capacités à faire émerger, à coordonner et à maintenir les filières du *private equity*. Elle pénètre aussi dans les entreprises agricoles et agroalimentaires en Afrique du sud et en Afrique sub-saharienne pour étudier les effets de leur intégration aux filières. Enfin, au-delà des seules entreprises, la thèse s'intéresse aux répercussions sur l'organisation politique et sociale de l'agriculture dans l'Afrique du sud postapartheid.

A partir de ces cas particuliers, l'ambition de la thèse est d'analyser les conditions et les effets de la financiarisation des économies contemporaines au niveau méso du secteur. « L'extension du domaine de la finance » repose sur la constitution d'espaces sociaux transectoriels, structurés autour des exigences des marchés financiers, lesquels remettent en cause les formes et l'intensité de la régulation sectorielle.

## Abstract

*Key words: private equity, agricultural sector, financialisation, South Africa, economic sociology, political economy, filière*

The dissertation examines the transformations generated by the proliferation of private equity funds and firms in South African agriculture. Positioning itself at the crossroad of economic sociology and political economy, it analyses a specific financial device, i.e. private equity, and its transmission

effects. By collecting empirical data and analyzing about 15 case studies, the dissertation exposes capital's circulation and reproduction along private equity's "agro-financial *filières*".

Three groups of actors are part of such circuits of capital –institutional investors, asset managers and companies' managers, collectively engaged in the production of agricultural assets. Firstly, the dissertation focuses on asset managers' level and analyses their daily commercial and productive work, i.e. their capacities to develop, coordinate and maintain private equity's *filières*. Secondly, it also examines the agro-food companies in South Africa and Sub-Saharan Africa, in order to assess the impacts on the firms' structure and governance. Thirdly, it analyses the political and social restructuring in particular of the agricultural sector in the post-apartheid era.

From these specific case studies, the project of this dissertation is to analyze the terms and effects of contemporary economies' financialisation on agriculture. Indeed, the extension of the financial realm is based on trans-sectorial spaces, structured around financial markets' requirements, contesting the form and intensity of sectors' economic regulations.

